全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

THE LEVERAGE OF HUMANITY
THOUGHTS ON INVESTMENT



人性的杠杆

投资启示录

张志雄◎著

非外借

上海财经大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net





人性的杠杆：投资启示录

张志雄◎著

上海财经大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书
www.55188.com
理想藏书55188

图书在版编目(CIP)数据

人性的杠杆:投资启示录/张志雄著.—上海:上海财经大学出版社,2018.9
ISBN 978-7-5642-2995-5/F·2995

Ⅰ.①人… Ⅱ.①张… Ⅲ.①投资-研究 Ⅳ.①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字(2018)第081694号

□ 责任编辑 邱 仿
□ 装帧设计 杨雪婷

人性的杠杆:投资启示录
张志雄 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市中山北一路369号 邮编200083)
网 址:http://www.sufep.com
电子邮箱:webmaster @ sufep.com
全国新华书店经销
上海同济印刷厂有限公司印刷装订
2018年9月第1版 2018年9月第1次印刷

710mm×1000mm 1/16 19印张(插页:1) 311千字
印数:0 001—2 000 定价:68.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目 录

第一篇 投资圣经

股票作手的投资精髓 …… 3
在股市中,遇见凯恩斯 …… 17
从彼得·林奇到格雷厄姆 …… 32
该看的是有无价值,笨蛋
——约翰·聂夫的投资法则 …… 50
富兰克林的财富观 …… 62
与狼共舞 博弈大股东时代
——投资大家马丁·惠特曼的心得 …… 78
投机性投资
——菲利普·凯睿的投资观 …… 94
安全边际
——由塞思·卡拉曼谈起 …… 109
股神真经
——巴菲特的真实世界 …… 113
自信,还是自负?
——比尔·米勒的滑铁卢 …… 128
空仓,更是一种坚守
——再谈巴菲特 …… 137

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如何提高长期投资收益率
——杰里米·J. 西格尔的经验 …… 143
高通胀是股市的大敌
——查理·芒格妙语录 …… 166
立地成佛
——彼得·林奇金盆洗手时的告诫 …… 171
一个美国人眼中的“新常态”
——威廉·格罗斯新语 …… 174

第二篇 理财感悟

100 倍 …… 179
实用主义地理解价值投资 …… 185
七成而退? …… 189
什么成长速度才合适 …… 192
自以为是,要比无知更危险 …… 195
成功来自认错 …… 198
当股市遇见政治 …… 201
融资融券的得与失 …… 204
回到 20 世纪 70 年代? …… 207
炒股不是请客吃饭 …… 210
人性的杠杆 …… 213
别玩弄市场幻觉 …… 216
老人家不宜炒股和买基金 …… 219
股指期货疑是赌博工具 …… 222
股市轻薄了实体经济 …… 225
覆水难收 …… 228
真假希望 …… 231
领导靠不住 …… 234
劫后余生,然后呢? …… 236
华人杰出投资者素描 …… 238

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

老曹的“街头智慧” …… 264

第三篇 宏观思考

产能过剩危机无法用金融手段拯救 …… 275
这是人性，但不是理性 …… 277
对牛弹琴 …… 280
美国总统任期第三年的投资效应 …… 283
泡沫与不泡沫的政策细节 …… 286
地球人都成了超级唯心主义者 …… 288
何日君再来 …… 290
价值投资者的宏观思考 …… 293

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第一篇

投资圣经





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股票作手的投资精髓

一

在一次 *Value* 杂志读者见面会上，两位读者因《股票作手回忆录》发生争执，其中一位可能已在股市中待了不少日子的先生激赏《股票作手回忆录》，另一位则是信奉价值投资的年轻人，他反驳道："这本书宣扬的是投机，与价值投资格格不入。"我见他们争得面红耳赤，也就不便插嘴了。还有一次，一位对巴菲特著作颇有研究的朋友很奇怪地问我为什么把艾略特的波浪理论的书也放入投资经典的推荐书目中，他的口气带着疑惑，好像有些不以为然。我只是笑笑，没有作答。

其实，我很想说的是不能教条地看待投资(包括价值投资)。以艾略特的波浪理论为例，我是从来不数浪的，认为该理论是马后炮，事后什么都说得通，但事前却难以预测。这就好比某乡间出了一个伟人，然后再望那高山的形状，怎么就像他哩。但艾略特的波浪理论富有哲理，它告诉人们，大趋势即便向上，也会进两步退一步。另外，波浪理论是不少人看待股市的一种方式，你可以不赞同它，但你应该了解它，然后就可以解释一些现象了。

而《股票作手回忆录》比波浪理论更为复杂，它不是一本投机教科书，也不仅仅是一本投机大师的言行录，而是反映股市生态的经典。这就好比，茅盾的《子夜》是一本以现实主义为原则创作的小说，而《红楼梦》就更为复杂，它可以说是现实主义的、浪漫主义的、古典主义的和象征主义的，等等。

当然，我没有把《股票作手回忆录》比作《红楼梦》的意思，两本书的艺术成就不可同日而语。如果要做比较的话，《股票作手回忆录》让人想起《福尔摩斯探案集》，而且，我认为作者埃德文·拉斐尔是在有意识地模仿这本书，也就是说，把自己比作华生，股票作手则是福尔摩斯。

我在这里不讨论《股票作手回忆录》的文体风格，有兴趣的读者可以自己去琢磨。我想说的是，主人公劳伦斯·利文斯顿确实有一个真实的原型——杰西·利维摩尔，尽管利文斯顿是一个投机高手，但拉斐尔不是一位简单的记叙者，他是位

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

创造者，就像柯南·道尔创造了福尔摩斯。换句话说，几百年的股市中不乏与利维摩尔相似乃至更为高明的股票作手，前者却因拉斐尔而不朽。

拉斐尔在书中也做了暗示，他在开头专门写了一段有关采访技巧的说明，我相信一般人都会忽略它，因为它与投机和投资都无关，我自己就是"如是我闻"栏目的记者，深知哪怕是让利维摩尔滔滔不绝地耳提面命，一般人整理出来的东西也不及《股票作手回忆录》的万一。这也是《福尔摩斯探案集》的魅力所在。后来也有人写过不少脍炙人口的侦探小说，但都没有前者那种人生与智慧的气氛，所以也只有《福尔摩斯探案集》能够经常与一些文学经典相提并论。

读者都喜欢寻找书中的原型，福尔摩斯的一个被猜测的原型竟是玩世不恭、机智异常的英国作家王尔德，他后来因同性恋受审。一个大侦探竟然可以是一位大作家，可见福尔摩斯在人们心目中早已不是一位专家了。我们读福尔摩斯，没有几个人是想做侦探的，我也没有听到或看到有人读了福尔摩斯后便去做侦探的传闻，作者柯南·道尔是不是侦探并不重要。而《股票作手回忆录》就不同了，人们是冲着能否学两招赚钱术来的，拉斐尔只不过是个财经记者，又没有做过大投机的经历，凭什么相信他？拉斐尔早先写过财经小说，一定知道此中的奥秘，所以他在完成这本书的一年后，把它献给了杰西·利维摩尔。于是，《股票作手回忆录》身价大增，利维摩尔一跃成为历史上屈指可数的大投机家。

二

粗粗翻看《股票作手回忆录》的人，都会以为拉斐尔在宣扬投机客的神奇与魅力，从而把利文斯顿（或利维摩尔）奉若神明，走投机之路。这是个误会。拉斐尔也意识到这一点，在本书快结束的时候，他直接告诫阅读《股票作手回忆录》的人：

> 我写这些文章是想证明我的一个观点，即没人能够完胜股票投机。利文斯顿自己说没人能最终赢得投机。他运用他观察行情的能力赚了钱，这是很少见的，但是每一次他着手赢得投机，他均输钱。这是一种傻瓜投机，他付出了大的代价。他的能力、与生俱来的天资以及丰富的经验并没有让他在实施投机完胜理论时起作用。

由于《股票作手回忆录》几乎篇篇精彩、章章高潮，所以我们很容易忽视没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

以利文斯顿为主角的最后一章《国王、平民与投机的弊害》。所谓"国王",是指那些渴望成为华尔街领袖的大投机家,拉斐尔历数了华尔街历史上的大投机客,结论是:"这些王者的统治并不长久!他们是人,是股痴们的同胞,他们犯错误,在华尔街犯错误意味着舍弃,我想不起哪一位王者是戴着王冠死去的。"



《股票作手回忆录》

雅各布·利特尔是生活在19世纪中叶的美国大投机客,他曾赚了900万美元,又亏了900万美元。900万美元,在拉斐尔所处的20世纪20年代相当于1亿多美元,今天看来就更多了。利特尔最成功的一战是做空埃里股票,他的对手是一家专门炒作埃里的集合基金,后者大肆囤积筹码,逼空利特尔。股价越涨越高,利特尔拼命抛,集合基金拼命吸,结果所有的空头投机客都做了回补,只剩利特尔一人在坚持着。那一天,集合基金囤积了所有的埃里股票,人们等着看利特尔的好戏。利特尔出来后,便尖酸刻薄地讥讽众人。从他的表情看,人就是懦夫与蠢蛋的混合体,他一脸严肃地走向多头集团主要成员的交易室。当多头头目笑逐颜开地欢迎利特尔时,利特尔却拿出了股票。原来利特尔知道埃里还有可转换债券,他从伦敦大量购进,成功地交割。而集合基金竟然不知道还有可转换债券。

在40年的投机生涯中,利特尔赚了8大笔财产,又输掉了9大笔。轰动一时的做空埃里的成功却最终毁掉了利特尔,他后来一直做空,这对于一位投机客来说,长期的偏执是致命的。拉斐尔讲道:"前8次他回来了,恢复了他的王位。第9次被罢黜后,他做了所有的人最终要做的事——他去世了。"

应该说,利特尔是个极诚信的商人,每次恢复"王位"时,他都会向债主清偿债务。有一次,当特利尔赢回他的财富时,便去了一家大经纪商交易公司还债,没想到对方说他们早就注销了那些债务,他没必要还债了。

"不,先生!"利特尔喊道,他急得像个疯子一样,"你们必须把钱收下!"就这样,利特尔让他们收下了他所偿还的全部贷款和利息。

不过,这并不能保证利特尔最后被商家限制只能买卖5股某种股票。对,仅仅只是5股而已。拉斐尔听过一位目睹利特尔晚境的朋友的回忆——他是"一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

衣衫褴褛的老怪物”。利特尔临终前说:“我是穷死的。”利特尔死后,朋友发现他留下了好几百张数目不一的借据,原来利特尔在华尔街这么多年从未向债务人讨过债,借他钱的人或是被他免除债务的人总计欠他好几百万美元。朋友从那些借据未过期的人手里要回了 15 万美元,并交给了利特尔的家人。

利特尔由于在牛市行情中仍保持极端空头投机思维,被安东尼·摩斯击败并取而代之。摩斯的成功却建立在极端多头思维上,他一次又一次地逼空卖空者,最后让他们以高价回补,从而赚取暴利。到了 1864 年美国股市又一轮大行情开始的时候,摩斯已成为华尔街的投机领袖,人们争先恐后地加入他的集合基金,希图分得一杯羹。有一天,摩斯把一只名为“韦恩堡”的股票从 118 点拉升至 152 点,但此时美国财政部部长蔡斯对牛市降温,警告要出售黄金。

牛气冲天的摩斯竟然发电报给蔡斯,他会将美国政府出售的所有黄金都买下!财政部部长的回答是:次日就要兑换现金并将其封存在国库里。这一招使市场现金十分紧张,银行收兑,持股人抛股,股价暴跌。次日早晨,摩斯叫停了交易。韦恩堡股票从 152 点跌至 110 点,几秒钟内财富全部灰飞烟灭。

失败当天在回家的路上,一群从前的追随者像发了疯似地跟着他,他们骂他,啐他,打他;他身心疲惫,破了产,失去了朋友。

拉斐尔继续写道:

他住在脏乱不堪的寄宿屋里,连盖的毛毯都没有,他拿不出钱来买铺盖。他感冒了,继而发展成肺炎,这病最终送他走上了不归路。这还不算,女房东因他欠债而扣留他的尸体,直到一位朋友偿清了这位曾经的股市王者所欠的几美元后,这位伟大的安东尼·摩斯才得以被体面地安葬。

当然,“股票作手”的原型利维摩尔最后也以彻底失败而告终。《股票作手回忆录》写于 1922 年,1929 年初夏,利维摩尔卖出了所有的多头部位,然后开始做空,及至 10 月崩盘,他净赚了数百万美元的利润,获得了他最丰厚的一次报酬。利维摩尔也因此被称为股市大崩溃的祸首之一。但他在 1934 年再一次申请破产,据说他已经失去了过去 5 年中赚到的所有财产。1940 年年初,利维摩尔出版了《如何进行股票交易》,却在当年的年底因严重的抑郁症开枪自杀。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



杰西·利维摩尔(图片来源:搜狐网)

尽管中国内地股市的历史并不长,可是想想我们已有多少试图操纵市场、投机市场的"王者"彻底输光、入狱和流亡啊。

三

世间的奇妙之处在于,尽管拉斐尔抱着劝诫之心写了这部《股票作手回忆录》,但由于他妙笔生花,将投机客的悲欢离合与智慧铺叙得淋漓尽致,竟让不少读者心生模仿学习之意,成为百读不厌的经典。那些一心一意鼓吹投机多么神奇与伟大的"技术性""可操作"的书籍浮躁一时,最终销声匿迹。

好在《股票作手回忆录》中的不少叙述确实渗透了市场乃至人生的智慧,只要我们不是刻舟求剑的话,还是能获得许许多多真知灼见的。

初入市者可能会对书中的一些市场段子感兴趣,例如利文斯顿为了说明股市中消息之不可信,讲了一个有关婆罗洲锡陷阱的故事。婆罗洲锡是一只被庄家(集合基金)操纵的股票,刚上市时被利文斯顿买进1万股,庄家察觉后拼命震仓,但利文斯顿就是不出来。庄家只能再往上拉抬股价,在婆罗洲锡涨到120点时,利文斯顿把100万股筹码抛给了庄家。庄家最后将股价推至150点,由于大势不配合,只能往下一路抛筹码,希望"傻瓜"们博反弹。这时,庄家们想到了利文斯顿。

这天利文斯顿和妻子去了棕榈滩,庄家头目趁他妻子单独吃饭时,告诉她婆罗洲锡明天将大涨,希望通过她让利文斯顿对此感兴趣,买1万~2万股婆罗洲锡。利文斯顿的妻子相信了庄家头目的说法,第二天早上便用500美元的私房钱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

买了婆罗洲锡。

殊不知，利文斯顿的妻子为了显示自己的能耐，根本没有跟丈夫说起这件事。那天婆罗洲锡股票很活跃，收盘时还上涨了3点，利文斯顿觉得有机可乘，反戈做空卖掉1万股。原来，庄家为了让利文斯顿相信，故意制造上涨的假象，正中作手下怀。后来，当然是股价下跌，妻子把这件事告诉了利文斯顿，庄家偷鸡不着反倒蚀了把米。

盲从消息是投资人的最大敌人，但我遇见的一般投资人几乎个个都喜欢听消息做股票。很多亲朋好友以为我在投资媒体这一行，一定会有很多消息，每次问我，都被我以“不知道”打发回去，我知道他们心里一定很不舒服。有时，我不得不推荐两只股票，他们会接着问：“有什么消息吗？”如果我说没有消息，他们一定不会买。后来他们见我推荐的股票涨了，难受了，又来问我，我还是直言相告。如果我在这两只股票上瞎编一个消息，他们早就会买了。问题是，它们确实没有什么消息啊。

利文斯顿干脆称追逐消息的人是“醉鬼”，他认为不要说大众，哪怕是专业投机客也对消息执迷不悟。利文斯顿认识一位经纪商，他从记者那儿知道某只股票要涨，马上买进了1 000股，没想到股价快速下跌，他赔了3 500美元。一两天后，他遇见了那位记者，恶狠狠地向他打听消息是从哪儿来的，记者说来自于某个公司经理也是金融委员会的委员。遗憾的是，这位经理正是经纪商的岳父。

据我所知，今天许多证券记者和券商也经常为消息所累，盲目买入然后亏钱是家常便饭。

爱听消息的人往往不相信家人提供的消息，消息来源越陌生觉得越可靠。我曾长期持有某股票，一位亲戚学我的样也买入了，但三天两头打电话问我是不是该抛了。每次，他都说人家的意见是这只股票该抛了。有一天我火了，问：“谁是人家，你把他的名字说出来。你不相信自己的亲人，却相信一位连你自己都搞不清的‘人家’，糊涂不糊涂？”

《股票作手回忆录》里的另一个段子，也可以一字不差地挪到今天来讲。有位名叫维斯特莱克的银行家，对一家名叫雷丁的上市公司的情况了如指掌，而且与内幕投机客沆瀣一气。有一天，维斯特莱克遇见约翰·盖茨，要他做空雷丁，跌幅至少25点，盈利机会极大。盖茨听后如获至宝，赶紧往他的交易室走去。但雷丁根本就没有停止上涨，几个星期内它上涨了大约100点。

一天，维斯特莱克又在马路上遇见盖茨，但他假装没看见盖茨，继续向前走。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

盖茨追上他，满脸堆笑地伸出了手，维斯特莱克惊慌地握了握盖茨的手。

“我想谢谢你，谢谢你给我提供有关雷丁的消息。”盖茨说。

“我没有给过你任何消息。”维斯特莱克皱着眉头说。

“你给过我。而且还是一个绝好的消息。我赚了 6 万美元。”

“赚了 6 万美元?”

“没错！你不记得了？你告诉我抛掉雷丁，所以我就买进了雷丁。我听了你的消息后反向操作，总能赚钱，维斯特莱克。”盖茨得意地说，“总能！”

这就是所谓的“反向指标”。哪怕到今天，你把代表市场情绪的股评家的言论编成指数的话，仍可反其道而行之。

至于“黑猫吉运”的段子则把投机者的患得患失、疑神疑鬼的心态描绘得出神入化。有位名叫塔科尔的证券经纪商，他的投机成功离不开黑猫。故事得从塔科尔遇到一只瘸了且有病的流浪黑猫讲起。他把它哄回家，喂它吃饭，给它包扎，弄得它舒舒服服。奇怪的是，塔科尔以往投机一直不好不坏的局面突然变得好了起来。他迅速赚了大量的钱，结了婚，购置了一套豪宅，进行了豪华的装修。不幸这只黑猫此时死了，塔科尔立即霉运当头，输光了钱，卖了豪宅，租房住，还拖欠了房东三个月的房租。正在塔科尔要被赶出去的那天晚上，他听到门外有抓挠的声音，他大叫一声，抓起妻子刚买回来的一条烤蓝鱼，打开门，见门外蹲着一只可怜巴巴的小黑猫。塔科尔把香喷喷的蓝鱼放到它的面前，它走过来闻了闻，他慢慢地一步一步后退，小黑猫跟着他一步一步进入了餐厅。塔科尔如获至宝，将它命名“南尼·马丁黛尔”。第二天，他信心大增，去买股票，一个上午就赚了1 600美元。塔科尔洋洋得意地告诉拉斐尔，马丁黛尔“不仅是家里的吉祥物，而且毫无疑问也是圈在家中的最大的股市晴雨表，它的预报百分之百的准确。每一次它产小猫，股市行情就变。我的意思是说，它家庭的扩大会预示牛市的终结或是熊市的结束，无论是哪一种情况都很准确，这是我改变做法的一个绝对可靠的提示。好几年来，它一直在尽职地提示我，从未失职过”。读者不要觉得好笑，其实股市中类似塔科尔的人物数不胜数，只不过没人把他们的迷信和怪癖记录下来而已。

四

《股票作手回忆录》开始时用了很大的篇幅分析在商号与交易所内投机的重大差别，投机商号实际上就相当于赌场，尽管它利用交易所的行情作为下注的标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的，也就是说，投机者不与其他人交易，只与商号（庄家）对赌。利文斯顿在投机商号中屡屡得手，被称为“少年赌客”，最后成为赌场“不受欢迎”的人物。但当他把这套投机术用于交易所时却输个精光，原因是真正的交易需要时间，它与没有迟滞的商号赌博是两码事。在很多年里，这个区别非常重要，尤其是像1929年乃至1987年发生大股灾的交易日，由于抛压太重太快，大量的单子无法成交，巨大的摩擦力害得投机手惨败。但现在不管中外的交易所，电脑技术撮合交易使得这种现象一去不复返了，其重要性也就相对降低了。如果它有什么现实意义，那就是媒体喜欢搞的股票操作模拟大赛只有娱乐价值，若用于真正投资，哪怕投机，也会害人匪浅。20世纪90年代，上海证券报为了招揽读者，在内地首开先河，举办了炒股模拟大赛。当时我还在报社，对此很不以为然，认为这不仅不严肃，而且会误导投资者，让他们盲从所谓的投机高手，而后者会利用这种影响力蒙骗散户。事实也是如此。可笑的是，这种模拟赛今天还在网络上举行，有人借此吹嘘每天能抓住多少个涨停板，他教的学员（也就是跟随者）都名列前茅。但这些冠亚军在投机实战中的成绩如何？天晓得。至少根据利文斯顿的经验，他们会输得很惨。

利文斯顿说道：“我听过有人为了证明自己有多么正确，用虚拟的资金进行虚拟的操作，借此娱乐自己。有时候这些虚假的赌客能赚几百万，那样很容易成为一个大赌徒。”他接着举了个例子，有个人第二天要进行决斗，他很有把握，因为他能在20步外射断酒杯的柄。助手则反问他：“那非常好，但是，如果酒杯用一把装了子弹的枪对准你的心脏，你还能射断酒杯柄吗？”

这个比喻好精彩，《股票作手回忆录》中类似的话语俯拾皆是，如利文斯顿描述市场突然出现资金困难的情景：

你有没有听说学校里把老鼠放在玻璃罩里的实验？当开始从玻璃罩往外抽空气的时候，你会看到那只可怜的老鼠的呼吸越来越急促，两侧的肋骨像抽动过度的风箱一样拼命起伏。你看着老鼠窒息，一直到它的两只眼睛几乎从眼眶里爆裂出来，不断喘气，快死了。当我看到资金调度站的人群时，想到的就是这种场面。到处都没钱，因为没人买，股票都卖不掉。若你问我的话，我会说整个华尔街在这一刻都破产了。

没有深刻经历过这种资金恐慌的人，是没法做出这种比喻的。

熊市中的股市像“一块墓地”，是不是形容它很安静呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不，股市像块墓地的原因是："里面的人出不来，外面的人不想进去。"

这是反"围城"，多么绝妙啊。

类似的比喻蕴涵着深刻的见解，股价在接近底部时仍会有反复，即便到了底部，也不一定会迅速反弹。利文斯顿的说法是："股价先跌到底部，然后再上涨，但不是立即涨上来。股票在好几天内一定会奄奄一息，仿佛死了一样，这些尸体不会浮在水面上，因为它们没有彻底死掉。"利文斯顿又引用了另一位投机家回答人们"股市如此坚挺，你怎么看空呢？"疑问时的妙语："没错！坚挺得像一具僵尸。"真是把市场给写"活"了，尽管涉及的是"死尸"。

《股票作手回忆录》还有许多警句与独到的分析。

人家说凡事都有两面，但股市只有一面，不是多头的一面或是空头的一面，而是正确的一面。

尽管这样，大众还是跟过去一样容易亏钱，因为虽然方法改变了，法律增加了，财富掠夺得到了控制，但傻瓜依然是傻瓜。他受到保护，可以免受任何人的伤害——除了钱来得容易的错觉。

我们经常说要保护投资者的利益，可我们想没想过，如何自我保护呢？

一个人如果想靠这个游戏谋生的话，他就得相信自己和自己的判断，那就是我不相信小道消息的原因。如果我听信张三的消息买股票，我就必须根据张三的消息卖出那些股票。我得依靠他。假如卖出时间到来了，张三却在外度假，那可怎么办？不行的，先生，没有人能够靠别人的指导赚大钱。根据我的经验，没人能够给我一则或一连串消息，让我比靠自己的判断赚更多的钱。

当我犯错误的时候，只有一件事能让我信服，那就是亏钱。并且只有当我赚钱的时候，我才是正确的。这就是投机。

总是犯错的十足的大笨蛋到处都有，但华尔街的傻瓜认为，他们必须一直进行交易。没有人始终能够有充分的理由来进行每月的股票买卖，或者有充分的知识来使他的交易变得很高明。

一个人花了许多年干一件事后，不可能像普通初学者那样，没有养成一种习惯，专业人士和业余人士的差异就在这里。一个人看待事物的方式决定了他在投机市场中赚钱还是亏钱，大众对自己的操作一般持业余人士的观点，这种过度自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我主义妨碍了他们自己，因此他们的思维不够深入和全面。专业人士关心的是如何把事物做对，而不是赚钱，因为他知道，如果其他事情都做好了，利润自然会出现。

我做多股票，是因为我对形势的判断让我看多。但是你会发现，许多被认为是高智商的人因为手头持有股票而看多，我不允许我自己持有的股票——或者是我先入为主的偏见——替我思考，这就是我从来不跟报价纸带争辩的原因。因为市场出其不意甚至不合情理地与你作对时，你就会生市场的气，就像你得了肺炎而怪罪你的肺一样。

确定你做交易的市场性质比其他任何事情都重要，我开始更加明确地认识到，赚大钱必定要在大波动中赚。不管最初发起大波动的原因是什么，事实是大波动能够持续并不是由于内线集团的幕后操纵或金融家的技巧造成的，而是取决于基本形势。不管谁反对，大波动一定会根据其背后的推动力量，尽可能地快速朝前跑并保持趋势。

五

十多年前首次读《股票作手回忆录》时，有一个章节的文字给我印象至深。这次又读，还是意犹未尽。它是第四章“25 万美元的直觉”。

我并不是对“直觉”有什么兴趣，感兴趣的是一个叫帕特里奇的老头的智慧，每逢人们问他如何操作时，老头会把头一歪，露出慈祥的笑容，凝视着他的客户朋友，最后他会很感人地说：“你要知道这是多头市场。”

换句今天的话说：“这是牛市。”

一次，一位名叫阿默的年轻人建议老头买克莱美汽车的股票，老头买了 500 股，在 10 天内获得了 7 个点的盈利。这时，阿默把自己买的股票抛了，建议老头也脱手，在回档时再买进。但老头死活不肯，把阿默给气疯了，连连问老头为什么。（拉斐尔或利文斯顿备注了一句很幽默的话：“大多数提供消息的人到后来都会成为接受消息的人。”）

老头不得不解释道：

我是说我会失去自己的仓位。等你像我这么老了，像我这样经历了许多好景和恐慌之后，你就会明白失掉仓位是任何人都无法承受的，就连约翰·D.洛克菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

勒也一样。我希望这只股票会回档，你可以在大跌的时候补仓，先生。但是自己只能按照多年的经验进行交易，我为这些经验付出了很高的代价，不想再浪费第二次学费，但我仍然感激你。这是多头市场，你知道的。

每次大牛市（包括从 2005 年年底开始走牛的中国内地股市），我都会想起这个老头的话，而且总觉得没有严格执行“长捂”的策略。

让我感慨的是，绝大多数人并不明白这个道理，少数人知道，却不去实践。

按利文斯顿的分析，股市中的傻瓜也有差别：

新手一无所知，每个人包括他自己都明白这一点。下一级或第二级的傻瓜认为他知道得很多，而且让别人知道他确实是这样。他是有经验的傻瓜，他做过研究——不是市场本身，而是更高一级的傻瓜对市场所做的一些评论。第二级傻瓜知道如何在有些方面不像新手那样亏钱，就是这种半吊子的傻瓜，而不是百分之百的学徒，才是证券经纪公司真正的衣食父母。他平均可以熬 3 年，相比之下，对于第一次攻击华尔街的人而言，他们一般只能维持一阵子，从 3 个星期到 30 个星期。经常引用著名的交易格言和各种游戏规则的人，自然是那些半吊子的傻瓜们。他知道所有的禁忌事项——除了最主要的一条，那就是：不要当傻瓜！

这种半吊子傻瓜认为他已经长出了智齿，变得聪明了，因为喜欢在下跌时买进，他在等待股价下跌，根据股价从顶部跌了几点来判断自己捡了多少便宜。在大牛市中，对规则和惯例一窍不通的十足的傻瓜会盲目地买进，因为他有盲目的希望。他能赚到最多的钱——直到一次正常的回档一举把他的钱拿走为止。

利文斯顿认识到：

在华尔街待了这么多年，赚赔了几百万美元后，我想告诉你的是：我的想法从来都没有替我赚过大钱，倒是我持仓观望时却赚了大钱。明白吗？持仓观望！对市场做出正确的判断不算什么。你在多头市场上总是能找到许多一开始就做多的人，在空头市场上也能找到一开始就做空的人。我知道许多人在最恰当的时机做出正确的判断，他们在价位显示最大利润时开始买进或卖出，他们的经验和我的很吻合，也就是说，他们没有从中真正赚到钱。既能做出正确判断又能持仓观望的人不太常见，我发现这是最难学习的一件事。但是，只有在股票作手真正学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

会这一点之后,他才能赚大钱。交易者知道如何交易之后,赚几百万美元要比他在一无所知时赚几百美元来得更容易,这可是千真万确的。

原因在于一个人可能看得直观而清楚,但当市场从容不迫地打算朝他推断的方向前进时,他却开始变得不耐烦或怀疑起来。华尔街有这么多根本不属于傻瓜甚至不属于第三级傻瓜的人,却都亏了钱,原因就在于此。游戏并没有打败他们,是他们打败了自己,因为他们虽然有头脑,却无法耐着性子持仓观望。老伙计的做法和说法绝对正确,他不但有勇气坚持自己的信念,而且能够非常明智地、有耐心地持仓观望。

不理会大波动,设法抢进抢出,这些对我来说是致命的。没有人能够抓住所有的波动,在多头市场上,投资人的游戏就是买进后捂着,直到你认为多头市场已近尾声时。要这样做,你就必须研究总体情况而不是小道消息或影响个股的特殊因素,然后忘掉你所持有的股票,忘掉是为了持有!耐心等待直到你看到——或者直到你认为你看到——市场状况开始转变,总体趋势开始反转。要这样做,你必须用自己的头脑和眼光,否则的话,我的建议就会像告诉你低吸高抛那样,很白痴。放弃设法抓住最后一档或第一档的想法,这是任何人都能学会的最有帮助的事情。这两档是世界上最昂贵的东西,他们让股票交易者付出了数百万美元的代价。这些钱累积起来已经多到可以建造一条横贯美洲大陆的高速公路。

自从市场开始按照我的方向走的时候,我有生以来第一次感到自己有了盟友——世界上最强大、最真实的盟友——基本形势。它们竭尽全力地帮助我,或许它们在调动预备队方面有时会慢一些,但它们很可靠,只要我不是太没耐心的话。我不是拿报价纸带的分析技巧或第六感来赌运气,我在遵照实际情况行事,对事情必然性的思维定式在替我赚钱。

那么,什么时候离场呢?20世纪90年代末去世的大投机家科斯托拉尼自有一番见解:

丰厚利润的来临往往是在第三阶段股价大爆炸时出现,如果资金要素始终坚挺的话,第三阶段持续的时间可能会很长。在这段时间里,投机者可以适当约束自己的逻辑分析,他不仅要聪明,甚至要有足够的智慧去"扮演一个傻瓜"。他可以暂时关闭自己的批判理智,让自己从洪水中解脱出来,甚至可以把这些做法当成基本的原则。但他仍应小心,不丧失全部理智,即使从表面上看好像天空划定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了一条界线，但我们仍然应该清楚地知道，树是绝对不会长到天上去的。因为在这一时期，当资金要素带来的普遍快感突然恶化时，我们必须及时从市场中跳出来，在这种欢愉的气氛下这样做是极为困难的。我们绝不能受乐观的数据和预言的影响，乐观主义在 24 小时内随时可能转变成黑色的悲观主义。在某种程度上可以说，我们必须从后门溜出市场，就像一个名声极差的人从房子里溜出来一样，这样才能不引人注意，如果不这样做的话，我们就可能受到其他人乐观情绪的影响再次转身进去。



大投机家科斯托拉尼（图片来源：百度图片）

值得注意的是，上述的智慧也容易导向趋势投机。我要提醒大家的是，趋势投机确实容易赚大钱，尤其是看出一只热门股票或一个大行情虽已启动一时，却仍有动力往上走，此时加仓买入，往往会成功。问题是它会让你养成一种趋势投机的习惯，最后连“小趋势”也要去抓，这就容易亏大钱了。总而言之，一旦你养成了这种习惯，就会被它所驱使和奴役。为了不受迷惑，宁愿守拙，养成投资的好习惯，尽管会失去一些机会，却能在不败的基础上获得持续的收获。

六

《股票作手回忆录》一直强调人是容易犯错的，但我们在犯错误中也能学习到真知识真经验，如利文斯顿经常说的：

对我来说，我必须用我的钱来支持自己的观点。我的亏损教导我，只有当我确信不会被迫撤退时，我才能开始前进。但是，如果不能前进，我就根本不会行动。我说这句话，并不是指人在犯错误的时候不应该限制损失，他应该这样做。但是，不应该由此造成优柔寡断。我一辈子都在犯错，但在亏钱的过程中，我获得了经验，积累了许多宝贵的禁忌事项。我好几次都亏得身无分文，但是我的亏损从来不是一次彻底的失败，否则我今天就不会待在这里了。我始终知道自己还会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有机会，我不会再犯同样的错误。我相信自己。

利文斯顿对自身的弱点非常敏感，积极反思。他承认自己一直强调独立性，却还是会受人影响。利文斯顿讲述他从一位旅行推销员手里购买了几本书的经历，这种事他以前几乎从未经历过。他之所以同意购买，是因为推销员的软磨硬泡，而不是因为他需要读物。其实，我们每个人都有类似的经历，事后最多一笔带过。而利文斯顿却对此耿耿于怀，这绝不是因为浪费了点钱，而是他反复在琢磨何以在无意中给别人占了便宜，失去了独立判断的能力。应该承认，他能如此细致深度地反省是难能可贵的。

但是，不能过分强调错误特别是灾难的益处，包括利文斯顿在内的投机高手似乎对自己的“九死一生”颇为自豪，这正是问题所在。人是脆弱的，以为自己与众不同，屡屡脱险，这是一种致命的傲慢。已经犯了大错。自信固然重要，但一味将从错误中学习这个道理扩大化、极端化，就是想美化和修饰自己过去的愚蠢，也是心理毛病，虽然口口声声说吸取教训，却仍一意孤行。一次次投机失败，重蹈覆辙，能说是吸取教训吗？当冒险已成为习惯时，投机的结局必然死定了。宣扬投机的浪漫性（包括渲染残酷的失败也是一种浪漫），这恐怕是包括《股票作手回忆录》这样的杰作在内无意识犯的弊病。真正的投资是安全的、平淡的、朴素的，尽量少犯大错误。投资的最后成功，是靠复利的威力，也就是一年又一年的财富持续积累而成。真的，我们能从别人的成功和前人的经验中学到不少智慧，如果仅从错误中学习，即使侥幸逃脱，收获也很小。

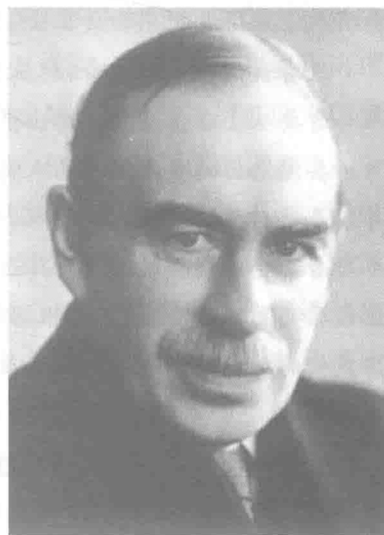
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在股市中，遇见凯恩斯

一

凯恩斯是“大傻瓜游戏”与“选美比赛”两大投机经典现象的发现者，这出自《就业、利息和货币通论》的第十二章“长期预期状态”的第五小节。

在此之前，凯恩斯已谈到我们据以估计预期收益的知识极其脆弱，如果想估计10年后的一条铁路、一座铜矿、一家纺织厂、一种专利药品、一艘大西洋油轮或一座位于伦敦市中心区的建筑物的收益到底有多少，我们所能依据的知识实在太少，有时甚至完全没有，即使把时间缩短为5年以后，情况也是如此。



凯恩斯（图片来源：中国经济网）

估值知识的不完备和被投资公司经营的不确定性又被飘飘忽忽的市场心理大大加强了，“按成规行事所得到的市价，是对事态一无所知的群众心理的产物，自然会受到群众观点突如其来的变化的剧烈影响。而使群众的观点发生变化的因素并不一定要求与投资的预期收益有关，因为群众向来就不相信市场会稳定，尤其是在非常时期，没人会相信目前的状态会无限期地延续下去，这样，即使没有具体理由可以预期未来会发生什么变化，但市场仍很容易一会儿受到乐观情绪的支配，一会儿受到悲观情绪的冲击。”凯恩斯这段话与价值投资之父格雷厄姆的“市场先生”概念如出一辙。

尽管市场专家所拥有的知识和判断能力远远超过普通投资者，凯恩斯还是提醒我们，这些人中的大多数预测某一投资品的收益能力并不比一般人高出多少，而仅仅比一般人稍微早一些。他们并不关心股票真正值多少钱，而是关心在群众心理的影响下，上述股票3个月或1年以后在市场上能值多少钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

接着,凯恩斯举了"击鼓传花"(也叫"大傻瓜游戏")和"选美比赛"两个例子:

智力的争斗,在于预测几个月之后按成规所能确定的股票市价,而不是预测在未来好几年中的投资收益。甚至这种争斗也不需要为行为职业投资者提供什么好处,他们相互之间就可以玩起来。参加者也不需要真正相信墨守成规从长远来看有什么合理的依据。从事职业投资好像是在玩一种"叫停"的游戏,一种"传物"的游戏,一种"占位"的游戏,总而言之,犹如一种供消遣的游戏。在这种游戏中,胜利属于不过早或过晚"叫停"的人,属于在一次游戏结束前能把东西传给相邻者的人,或者在音乐停止前能占有座位的人。这些游戏可以玩得津津有味、高高兴兴,虽然每个参加游戏的人都知道,东西总是传来传去,而在音乐停止时,总会有人没来得及把东西传出去,也总会有人没有得到座位。

或者我们换一种比喻,职业投资者的投资好比报纸上的选美竞赛,在竞赛中,参与者要从100张照片中选出最漂亮的6张,所选出的6张照片最接近于全部参与者共同选出的6张照片的人就是获奖者。由此可见,每一个参与者所要挑选的并不是他自己认为最漂亮的人,而是他设想的其他参与者所要挑选的人。所有的参与者都会以同样的态度看待这个问题,致使挑选并不是根据个人的判断力来选出最漂亮的人,甚至也不是根据真正的平均的判断力来选出最漂亮的人,而是运用我们的智力推测一般人认为最漂亮的人。

例子非常贴切、鲜亮,让人过目不忘。它们也确实反映了直至今天绝大部分市场交易者的面貌,不管这些人身处股市、期市、汇市,还是房市。因为所谓的选时策略、趋势投资或技术分析理论无不建立在"大傻瓜游戏"与"选美比赛"的基础之上,甚至包括互联网泡沫时代那个看谁跑得快的寓言(两个人在森林中遇见大熊,一人拔腿就跑,他并不是与熊赛跑,而是与另一个人比赛谁不会被熊吃掉),道理都是一样的。

二

早年的凯恩斯也是"大傻瓜游戏"之类的投机者。据《投资的艺术》(凯恩斯文集)介绍,凯恩斯的投资经历可以从1919年6月他从财政部辞职为界,分成两个阶段:第一阶段(1905～1919年),凯恩斯进行少量个人投资并向朋友们提供咨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

询，他的交易量有限，投资收益主要来自储蓄；第二阶段（1919～1946 年），凯恩斯在金融市场上的投资大幅度增加，同时代客理财。他担任过剑桥大学皇家学院的财务总监、国民互助人寿保险协会的主席及几家投资公司的董事。这些年间，他的收入主要来自金融投资收益，只有小部分来自学术活动。

凯恩斯起先主要从事外汇投机，也涉及一些股票和商品期货，但收益很有限，有一段时间甚至亏损累累。1919 年秋季，凯恩斯认为，由于英国物价增长速度快于美国，所以英镑与美元之间的汇率必然下降，与此同时，由于法国、德国和意大利的通货膨胀率高于英国，英镑对这三种货币的汇率将会上扬。所以，凯恩斯做多美元，做空法郎、马克和里拉。这种判断在一段时间内是对的，到 1919 年年底为止，凯恩斯共赚了6 000英镑。在此激励下，凯恩斯和一位朋友于 1920 年 1 月组建了一家合伙人公司，投入更多的资金炒作外汇，在短短几个月内，公司仍延续 1919 年的投资决策，成绩斐然。可是在 1920 年 5 月左右，法郎、马克和里拉出现逆转，对英镑升值，虽然时间不长，却足以让凯恩斯出局。若不是凯恩斯的主要债务来自家人和朋友的话，他早已破产了。凯恩斯向一位金融家写信透露：“我本人不可能参与投资，因为此前的损失已使我无力按现在的市场价格进行投资。但以目前的价位，任何人介入都会前景光明。对自己经营无方导致无法利用目前的机会，我深感痛惜。”幸亏朋友们从没怀疑过凯恩斯的金融天分，借钱给他继续炒作外汇，而凯恩斯仍确信做空法郎、马克和里拉是不会错的，这次他的判断是正确的，到 1922 年，凯恩斯不仅还清了亲友们的债务，自己还赚了近 3 万英镑的纯利润。

在 1922～1929 年的 5 年中，凯恩斯的投资收益低于《银行家杂志》指数，说明他的投资仍不是很成功的。到了 1929 年以后，凯恩斯的投资收益才比市场表现好，显示出他超人的投资能力。

凯恩斯 1946 年去世时，他的净资产达到了411 000英镑，而 1920 年时其投资组合仅价值16 315英镑。也就是说，凯恩斯获得了 13%复利的年收益率，在通缩严重且遇到 1929～1932 年和 1937～1938 年两次经济大衰退的情况下，能取得如此优异的成绩实属不易。巴菲特在回应人们对他的老师——格雷厄姆投资业绩的质疑时曾提醒大家：要看格雷厄姆是在什么状况下投资的。

历史上，比凯恩斯更会在股市中赚钱的西方经济学家只有 18 世纪的李嘉图。21 岁的李嘉图开始自己的职业生涯时，其财产不过区区 800 英镑，30 年后他去世时，留下的财产价值达到675 000～775 000英镑，这说明他每年获利达28 000英镑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net


英国古典经济学家大卫·李嘉图
(图片来源:百度图片)

据《现代经济学的历程》的作者马克·斯考森介绍,李嘉图早期主要财投机政府公债,投身规模10倍于现金市场的期货市场。李嘉图的一位同时代人这样描写他:“有人说他反应极其敏捷,能够在大市变化时察觉到股票(政府公债)相对价格之间可能出现的任何偶然差额。”李嘉图主要从事短期交易,而且他“会将一大笔资产中的一小部分变现”,一般是一天200~300英镑。李嘉图在给朋友的信中这样写道:“我从事的都是小额交易,就算出了问题,也没什么好心疼的。”

19世纪初叶拿破仑战争期间,英国政府依靠证券交易来保证不断增加的财政支出,李嘉图与他的伙伴经过激烈的竞争,获得了1811~1815年战争期间所有的政府贷款承包人项目,财富再次飞速增值。

但后人并不满足于李嘉图的暴富仅仅是日积月累的一次次投机成功的说法,一些人认为,当时英国股市存在一个小圈子,里面都是操纵市场的行家,他们被称为“熊市投机家”,因为他们往往会在政府债券市场上进行“熊市奇袭”,而李嘉图就是这个小圈子的首脑。李嘉图及其圈子设法使公众出现恐慌,进而使统一公债的价格急剧下降,再以低价收购并从较高的利息率中获利。有人就指责李嘉图1810年写那本名为《金块的高价》的小册子的目的就是想压低债券的价格,事实上1810年后期债券价格果然迅速下滑。

尽管凯恩斯与英国财政当局的关系要比100多年前的李嘉图更为密切,但没人指责凯恩斯因此发大财。受20世纪20年代后期股市崩溃的影响,大牌经济学家的影响力遭到了毁灭性的打击。1926年,一位瑞士银行家在向凯恩斯表示对未来股市的担忧时,凯恩斯却坚定地说:“我们的时代再也不会出现进一步的股价下跌了。”1928年年末,凯恩斯写了两篇文章,再次预测华尔街不会出现衰退。

当然,最惨的是美国货币主义学派的创始人费雪。费雪不仅写了30多部专著,而且勤于从商,他在1912年取得了名为“罗拉代克斯”索引卡片系统的专利,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

即在卡片底部切一个槽，通过这个槽把卡片固定在一条金属带上。尽管至今仍有数以百万计的人还在享用这个发明，但是当时却没有一家公司愿意采纳。费雪于是在1913年成立了生产和销售“罗拉代克斯”的公司，12年后，公司被收购，费雪也因此身家百万。具备企业家精神的大经济学家很快成为20世纪20年代的“华尔街的先知”，费雪一边大力鼓吹“新经济”的美好未来，一边通过保证金购买了大量的小盘成长性股票。据估计，在股市最高峰时，费雪持有的股票市值达到1 000万美元。

1929年秋，华尔街股市摇摇欲坠，费雪在9月告诉《纽约时报》“股票价格可能会有所回落，但绝没有任何崩盘的可能”。1929年10月16日，星期一，离股市崩盘不到两周，费雪发出了好几代人都不能忘却的预言：“股价看来永久地达到了较高的稳定水平。”

虽然当年年末道指从9月3日的最高点381点跌到200点，费雪仍写了一本名为《股市崩盘及以后》的书为自己辩护，而且认为“至少就近期来说，前景是光明的”。

费雪在股市中的朋友兼对手、当时以看空闻名的技术分析家巴布森说过一句绝妙的话：“不幸的是，我不能像一个医生那样把自己的错误埋葬在一米多深的地下。”费雪在股市中的财富被随之而来的大崩溃彻底埋葬了。幸亏他妻子的姐姐很富有，才把他从破产中拯救出来。1935年，费雪在耶鲁大学被强制退休，穷困潦倒，他寻找各种致富的办法想东山再起，比如发明一种可折叠的三条腿椅子，却无人问津。1947年，费雪患癌症去世，欠了亲友一屁股的债。

三

凯恩斯在这场世界性的货币灾难中也失去了净资产的3/4，其中主要是商品损失，1931年时他甚至想过要把两幅最好的收藏画（马蒂斯的《脱衣》和瑟拉的《静物》）出手卖掉，只是在最低心理价位上仍然没有找到买主。但凯恩斯比费雪在灾难中学到的东西更多，在他1930年至1931年写作的《货币论》中，承认自己过去的部分判断是错误的。凯恩斯于1932年重新进入华尔街，到1936年，他的净资产已超过了50万英镑，相当于今天的1 600万英镑。在这段时间里，他的资本升值了23倍，而华尔街的股价同期仅仅翻了3倍，伦敦的股价则几乎没有动。

《凯恩斯传》的作者罗伯特·斯基德尔斯基指出，此时的凯恩斯早已把过去的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投机习惯抛诸脑后。在20世纪20年代，凯恩斯把自己看成一个科学的赌客，他在货币和期货上进行投机，想按照经济周期来玩一把，这是他相信"预测"的高峰期，他认为可以通过预测短期变化规律在这些市场上成为赢家。即便是在1936年，凯恩斯偶尔也会玩玩这种赌博的直觉，他有一次投机小麦期货失败，不得不从阿根廷向伦敦调运够全英国吃一个月的小麦，凯恩斯计划把小麦囤积在国王学院的小教堂里，但亲自丈量后，认为只能装下一半的小麦。凯恩斯灵机一动，要求把远道而来的小麦铺洒在地上，将虫子挑出来，检查质量，结果花了一个月时间，此时小麦的价格又上去了，凯恩斯因此化险为夷。

不过，到了20世纪30年代，凯恩斯有了新的投资哲学——要牢牢地守住几只经过精心挑选的股票(他把它们称为自己的"宠物")，在股市下跌时，一个投资者应该是买，而不是卖，找到便宜货的期望要比屈服于大众的恐慌心理更加理性些。

美国当代著名的投资基金经理比尔·米勒在2005年的演讲中声称，自己的投资理念来自凯恩斯，并指出"这位伟大投资家"早在一份备忘录中就已经说明，"逆向性思维"才是他的投资哲学真谛。

的确，凯恩斯多次提到类似的投资哲学，他在1937年9月给一位法国金融记者的信中写道：

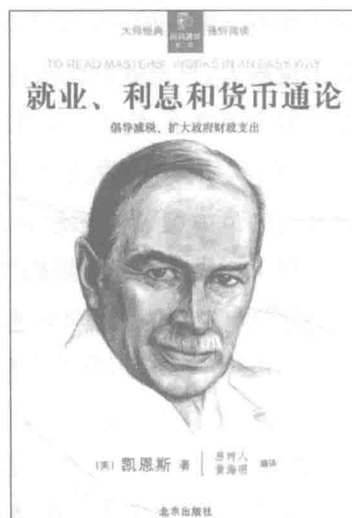
正是在生活和行动的这个领域里，胜利、安全与成功从来总是只属于少数人，而不是多数人。如果你发现有人同意你的看法，你就应该改变你的主意。当我能够说服我的保险公司的董事会去买某只股票时，按照我的经验，这就是应该卖掉这只股票的时候了。

如果我们认真阅读《就业、利息和货币通论》的第十二章，会注意到凯恩斯在叙述"大傻瓜"和"选美"两段后，紧接着写道：

读者也许会提出问题：假如一个人运用自己的才能，不受这种盛行的游戏的干扰，根据自己所做的长期预期继续进行投资，那么，在长时期中，他肯定能从其他游戏者手中获得大量的利润。对这一问题的答案是：的确有如此态度慎重的人，不管他们对市场的影响是否超过其他游戏者，都会使投资市场发生巨大的变化。但我们必须补充一点，在现代投资市场上，存在着许多压制这种人的影响的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因素。基于真正的长期预期进行投资在今天实在是太困难,以致极少有实现的可能性。试图这样做的人,肯定要比那些试图以超过群众的精确程度来猜测群众行为的人花费更多的精力,而且还要冒更大的风险。在智力相同的情况下,前者可能要犯较多的灾难性的错误。经验中还没有充分的资料可以证明:对社会有利的投资也是利润最大的投资。战胜时间和消除我们对未来的无知所需要的智慧要超过"起跑在枪响之前"所需要的智慧。而且人的寿命有限,人性总是追寻速效的,所以人们对迅速致富有着特殊的兴趣,而一般人对将来所能得到的总要打许多折扣才能使它变为现在的价值。对于那些完全没有赌博本领的人来说,玩这种职业投资者所玩的把戏会使他们感到讨厌,甚至会使他们紧张到无法忍耐的程度。然而,那些乐于此道的人却愿意为它付出应有的代价。还有,不甚重视市场近期波动的投资者为了安全起见,必须拥有大量资金,并且不能用借来的全部资金进行大规模的投资。这是为什么智力相等、资金相等的两个人,从事消遣游戏的人反而可以得到更多的报酬的又一个理由。在投资基金由人数众多的委员会、董事会或银行管理的情况下,在现实中,招人品评最多的人恰是那些最能提供社会利益的长期投资者,因为他们的行为在一般人眼里,一定是怪癖、不守成规、又过分冒险的。如果他们有幸获得成功,得到肯定的也只能是人们对他们的评语。在短时期中,如果他们遭受了失败(这是很可能的),那么,他们不会得到多少同情与怜悯。处世哲学告诉人们:就人们的声誉而言,循规蹈矩的失败者要好于独出心裁的成功者。



《就业、利息和货币通论》

也就是说,凯恩斯在1935年写作此书的时候,他自己未必赞成"大傻瓜"和"选美"的投机游戏,在这里论述的是大多数人的投机行为模式,没必要把自己的"逆向性投资哲学"等成功心得作番表白。

唉,《就业、利息和货币通论》是部创造力极强却很难读懂的大书,如果我们没有凯恩斯的投资实践记录及许多书信备忘录,恐怕难以发现他真正的投资理念是什么。

现在我们知道,凯恩斯想说的是坚持逆向性投资或真正的价值投资所遇到的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巨大困难。斯基德尔斯基发现,凯恩斯参与管理的投资公司或项目,他直接控制的力度越大,投资效益也越好。一个突出的例子是他所掌管的"学院公款基金",在他的掌握之下,它的资本在1920～1936年间增长了近6倍,从3万英镑增加到20万英镑,而其增值大多发生在30年代中。"国民共同基金"和"地方保险公司"的投资决策由董事会决定,凯恩斯只是其中的一名董事,其收益远远没有那么好。

到了1944年,凯恩斯仍为自己的投资理念到处碰壁感到无奈。1944年3月初,凯恩斯建议伊顿公学买进澳元债券,而当时一位银行家雷德利以未来美元和澳元的声誉不一定可靠为由拒绝。凯恩斯写了一封信给雷德利:

很抱歉在电话里吵了一番,我投资的中心原则是采取与多数人意见反向的操作。理由是,如果每个人都认同某个项目的优势,那么,其价格一定很高,因而没有吸引力。现在很明显,我不能两方面兼顾——即要大多数人同意我的投资观点。所以,如果其他有关人员对此没有足够的信心让我去投资,事情的实质就成了我必须从这个不平等的战场中退下来。你会据理力争地说,一个机构这样做是错误的,即使事后证明你成功了。那样的话,我为什么要浪费精力呢?

四

正如莫扎特的音乐那样,凯恩斯的投资哲学对我们今天的人来说很现代很当代,且不说凯恩斯外汇、商品和证券多管齐下的投资风格与今天的对冲基金模式很契合,单就股票投资而言,他的观点可能直接启发了巴菲特等人。

请看:

正确的说法是,我宁可进行一项自己有足够信心来判断的投资,而不是投资10种自己知之甚少甚至一无所知的证券。(1942年)

如果我对资产和获利能力满意的话,我也准备忽视一时的价格波动。我的目标是购买具有令人满意的资产,以及获利能力、市场价格相对低的证券。如果我做到了这一点,就同时做到了安全第一和资本获利。所有的股票都会暴涨暴跌,"安全第一"的策略实际上是必不可少的。一旦你实现了"安全第一",就能获得利润。如果一种股票具有安全、优质、价格低廉这几种特点,它的价格一定会上涨。埃尔德·丹普斯特就是一个很好的例子,我并没有对这种股票很快上涨有任何预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

见,我选择它因为它使我感到非常安全,除短期波动外,它在几年内不太可能下跌。(1942 年)

我确信皇家学院之所以投资收益较好,主要因为它把大部分资产投资在不到 50 只的最佳品种中。把自己的鸡蛋分散在很多篮子里,但没有时间或机会去看看有多少个篮子的底部有没有洞,这样做肯定会增加风险和亏损。(1938 年)

这些看法,我们可能首先会在巴菲特的言谈中听到,现在发现,巴菲特的言谈可能来自凯恩斯。

当然,所谓“逆向性投资哲学”也是传统智慧的一部分。我们上文曾提及人们对 18 世纪末的英国经济学家李嘉图操纵股市的指控,根据历史记载,李嘉图确实注意到投资公众总是对各种事件反应过度,因而利用股价高估、低估卖出和买进,所以我们不排除他有时还会煽动这些过度买入或过度卖出的投资公众的可能。但是,下面的一个案例是李嘉图无法操纵的,它涉及的是逆转欧洲命运的滑铁卢生死战。

1815 年 6 月 14 日,也就是滑铁卢战役的前 4 天,英国政府要进行战争期间最大也是最后一次贷款,数额高达3 600万英镑。当时政府公债萎靡不振,因为贷款数额太高,而战争的结局仍是未知数。此项贷款共有四方参与竞争,李嘉图最终胜出。李嘉图大胆地持仓极度低迷的政府债券,这是他生平中最大的一次冒险。其他投资者都在滑铁卢战役之前清仓,但李嘉图没有,他一直等到英国统帅威灵顿将军战胜拿破仑的惊人消息传来,政府公债的价格顿时飞涨,他立时成了百万富翁。

我从斯考森的《现代经济学的历程》中读到这则故事后,很是惊讶。因为我早就知道另一个与此紧密相关且非常有名的故事。当时欧洲最大的银行家罗斯柴尔德,也是李嘉图的主要商业对手,他一定没有像李嘉图这么做,因为传说罗斯柴尔德派人实地观察滑铁卢战役的结果,等到威灵顿大胜后,马上放鸽子到伦敦,罗斯柴尔德比公众抢先一步买入公债,然后大发其财。

这真是一个绝佳的对比,一个是利用内幕消息或信息灵通,比公众抢先一步获得成功;另一个是根据自己的独立判断反其道而行之,然后发达。

有趣的是,大多数人都更愿意相信罗斯柴尔德,这是为什么?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

五

公众不是傻瓜，他们深知反其道而行之所面临的风险和因此所要遭受的痛苦。

真的，大多数时候，反向投资与见识无关，它与能否承受心理和生理的极度恐惧有关。

李嘉图的好朋友马尔萨斯也是一位大经济学家，见识不可谓不高。滑铁卢公债发行之前，马尔萨斯曾经让李嘉图为他购买5 000英镑的债券，随着战争的临近，马尔萨斯坐不住了，他要李嘉图把自己的份额卖掉，哪怕只能获得很少的利润。结果是马尔萨斯不仅没能像李嘉图那样发财，而且经常要接受李嘉图的资助。

在滑铁卢战役有了结果之前，李嘉图的感受如何不得而知，但我们可以从凯恩斯的一些书信和档案中窥出一些逆向投资者的心情来。

凯恩斯的投资人生曾有过三次大的失败，分别是在 1920～1921 年、1928～1929 年和 1937～1938 年间。我们已介绍过前两次失败，在从 1937 年春季开始的大衰退中，凯恩斯竟又损失了所有财产的 2/3。由于凯恩斯从经纪商那儿大量融资投资股票，一场市场浩劫袭来，从 1936 年年末到 1938 年年末，他的净资产价值从506 222英镑下降到181 244英镑，这并不令人奇怪。雪上加霜的是，凯恩斯的财富在缩水的同时还伴随着健康状况的恶化，华尔街股市的下挫正是他心脏病发作之时。

凯恩斯的贷款数量很大，但他坚持对这些股票的信心，一直不愿出手。凯恩斯的心情却越来越紧张，1937 年 9 月 2 日他从疗养院写信给朋友：

尽管我的处境仍完全正常，但我不想借一笔巨款。我还未到变为熊市心态的地步，但在借贷上我更不愿意有牛市心态。将债务降低是一个必要而又枯燥无味的、困难的过程。

《凯恩斯传》写道：

但是，这却是现在所要采取的步骤。他的股票经纪商巴克马斯特-摩尔公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

要求他增加保证金，所以他减少债务的唯一办法是在下跌的股市中抛售股票。股市的持续下跌对他的身体恢复起了延缓作用，而股市的短暂复苏和接踵而来的更严重的崩盘，对他的心脏也产生了冲击。他在10月10日给母亲的信中说："市场糟透了，但我的感觉是价格现在已经跌到了谷底。"事实上，华尔街在九天后又大跌了一次。莉迪娅在11月的治疗日记中写道："股市暴跌对健康是致命的打击。"1937年11月16日，梅纳德给国民保险银行的G. H. 莱克奈尔的信中说："当然，我认为抛售的时机应当在春季，但在当时十分难以确认。"

凯恩斯所主导的包括国王学院、国民地方保险公司、国民人寿保险公司等机构的投资也有惨重的损失，1937年，国民人寿保险公司的账面资本损失了641 000英镑。临时代理凯恩斯出任主席的寇松不断要求抛售股票，1938年3月18日凯恩斯写信给寇松，说：

第一，我不相信低价抛出是对没能在高位时出手的一种补偿……价格不合理地跌至合理价值以下时，往往会经历一段长时间的沉寂，此时弥补以前的失误已为时过晚，正确的选择是静观不动。第二，市场已走向低谷而手中仍持有股票，对此我并不汗颜。我并不认为，一个机构或一个严肃的投资者应在市场下挫时随时准备割肉斩仓，或者一旦手中的股票下跌就陷于自责中……一个投资者的目标或者说应有的目标应当是长期收益，这也是评价投资者的唯一依据……至于在市场进入低谷前，我们应全部抛出股票，换成现金，这种想法不仅异想天开，并且有损于整个体制。

然而，国民人寿保险公司1938年一季度资本损失高达231 000英镑，让机构中的悲观主义更为蔓延。凯恩斯又写了几封信给该机构中另两位同事，信中这样写道：

这并不意味着我反对在市场价格逐渐回升时逐步售出，正如我喜欢在市场下跌时逐渐买进。我对市场反应的准确色调（如果可以这样比喻的话）在其他场合表现得更明显，从去年10月到今年3月，我一直在适量买入，而10月前未能及时大量售出，结果是3月31日我在美国投资的账面价值达到了最高点。从5月到现在，在价格逐渐上扬的过程中，我一直在分批售出，售出量已超过去年10月到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

今年3月的买入量，应当说，普通股出手量比你认为合适的14%还要高。但实际仓位并没有明显减轻，因为售出的一半的普通股又投资于债券和优先股。事实上迄今为止，我一直在利用这段行情提高证券的质量而不是减少数量。但以后我不倾向于在品种间换来换去，而且在市场每一次弹升时都应减轻仓位。假如市场总体回升达到10%～20%，我的售出将会较慢。但当市场再上涨到20%时，市场会异常活跃。假如再出现一个20%～30%的上涨时，市场恐怕会进入危险地带。

寇松和董事会对凯恩斯的说法不以为然，于是凯恩斯在1938年10月辞去国民人寿保险公司董事会主席的职务，并向一位朋友解释说："一个人对他觉得最不满意的那些活动就应当加以放弃。"这似乎又回到1935年凯恩斯写《通论》时的预言："处世哲学告诉人们，就人们的声誉而言，循规蹈矩的失败者要好于独出心裁的成功者。"

随着华尔街的复苏，事实证明了凯恩斯的远见。然而，第二次世界大战的阴影袭来，人们开始忧虑它对股市所造成的伤害。凯恩斯再次表示出了他的乐观主义：

如果战争真的爆发，我看也没有什么可怕。金边债券市场的价格是固定的，而且我相信政府在这种情况下，借款利息不会高于3.5%。从长远看，如果大战爆发引起通货膨胀，会对股票市场极为有利。当然，其前提是私人资本主义制度能生存下来。

作为一名投资者，更有理由惧怕长期的焦虑和担心，而实际上没有爆发战争。但我怀疑去寻找更好的隐蔽所，对于个人和集体是否有什么好处。毫无疑问，正确的策略是要把目标定在可行的范围内，而不是过多地考虑资本价值。我不认为目前的盈利水平特别差，也不可能差，指数表明，有价证券的下跌与利润降低并不成比例，目前困扰我们的是对于资产流动性的偏好。也难怪如此，任何人必须要有足够的耐力和勇气，才能度过这个时期。对于一个长期投资的机构来说，不会有避难所，而且也不应有。你可以这样安慰自己：假如明年价格再度下挫（市场总体下跌10%～15%或者更多），大家保证金都不够，那时就没有什么可羞愧的了。这的确是一种冷静地接受共同命运的态度，而不必太疯狂地奋斗，期待与众不同的业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

下面是凯恩斯在1938年5月8日致剑桥大学国王学院财产委员会的备忘录的一部分，从1937年8月31日至1938年1月1日，短短4个月内，学院的股票贬值了足足20%，财务委员会的大多数成员惶惶不安，而凯恩斯却是镇定自若，娓娓道来。这可能也是凯恩斯对自己的投资生涯与经验的最好总结：

事实上，我从以上经历接受的主要教训是与我20年前开始时相信的正好相反，当时我第一次建议学院投资普通股，当时我相信可以采用当时被称为信用周期的策略获利，即萧条时持有股票，繁荣时售出。我们购买了包括每一个主要行业的少量热门股票。自那时起，出现过比以往任何时候都更频繁和剧烈的市场涨跌。我们在价格大跌时购买了一些股票，这一点相当成功，然而我们却没能较好地在不同的贸易周期的阶段利用有规律的市场波动中买卖普通股票。比如，在过去的9年中，曾有两次，我们的这类投资在短短几个月中总体损失了20%～50%，而我们没能逃避这种周期运动。事实上，我两次都在某种程度上预见了灾难，然而，这些短期的严重损失及没能有效利用市场波动并没有影响最终成功的投资效果。

通过这些经历，我清楚地认识到，由于各种原因进行大量投资转移是不切实际的，而且确实不可取。那些售出过晚、购入太晚的人，反复操作会增加大量费用，并产生极易波动的投机心态。如果这种心态传播开来，将会加剧对社会严重不利的市场波动。现在我认为，成功的投资取决于三个原则：

(1)仔细选择几项投资(或几种类型的投资)。应考虑到该项投资目前的价格与几年后可能出现的实际价格以及投资项目的内在价值，同时还要与其他可供选择的项目进行比较。

(2)长期大量持有这些股票。也许要坚持几年并直到价值完全显现出来，或者明显有证据表明购买这些股票是一种错误。

(3)合理的投资组合。过于集中地持有某些品种存在各种各样的风险，如果可能的话，应战胜风险(例如在选择其他有价证券时，应持有黄金股票，因为黄金股票往往与市场涨跌反向波动)。

用15先令的价格卖出1英镑，同时希望用12先令6便士的价格买回的做法是错误的。而拒绝用15先令买1英镑也是错误的，你的理由是这1英镑不可能是真的(大量经验表明，用15先令有时可以买到1英镑。因为这时很多人都在等待它下跌到12先令6便士)。另外一条重要的法则是避免第二等级所谓安全投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资。这样的股票不会上涨,而且必然会下跌。这是普通投资者失败的一个主要原因。理想的投资组合应分为两部分:一部分是购买完全有把握未来能获利的品种(它们未来的升值和贬值取决于利率);另一部分是相当看好的有价证券,它的大幅升值可以补偿那些即使用世界上最高超的技巧操作也难逃厄运的相当数量的投资项目。

以下事例可以证明,选择正确的股票比正确利用市场的波动在热门股票和现金之间来换手能够获得更多的利润。如果后者的目标在于(如果对大额投资负责任的话)寻找某些特殊股票,那么应避免在跌势上难以大批出手的品种,而且组合必须包括若干极易转换的热门股票以分散风险。这意味着,指数的波动可以作为与投资策略相关的实际价值运动的导向。选用的指数显示(1 月 1 日公布的指数),1929 年和 1937 年有两个高峰,1932 年(或 1933 年)和 1938 年有两个低谷。英国股市从 100 点下跌到 50 点,又涨到 90 点,然后回落到 74 点;美国股市从 149 点下跌到 46 点,回升到 88 点,然后回落到 55 点。这些 1 月 1 日指数公布的并不是绝对的高峰和低谷,但那些平均在 100 点卖出英国股,又在 50 点的价格重新投资,再以 90 点卖出,74 点买进(同样,美国股市在 149 点售出,46 点买进,88 点售出,55 点买进)的人一定是在预测信贷运动周期方面有超人的技巧。如果他用一半资金买进英镑证券、另一半买进美元证券的话,除去他在操作中损失 5%的利率,他已经在 9 年内将投资价值从 100 提高到 182。事实上,切斯特的投资值在这段时期内从 100 提高到 262,因此,升值(162%)几乎是那个信贷周期天才盈利的两倍。

市场萧条是无法躲避的,只能靠清醒和耐心渡过难关。在低谷时期,你可以寻找一些相比之下不合理下跌的证券进行投资,这样做往往比来回进出市场更为可取。投资者的心态一定不能受股票每日价格起伏的影响,也不能因市场一时的震动失去理智。你不了解价格波动的幅度,正如人们普遍认为的那样,并不意味着你的投资是安全的。目前投资农产品比投资锡矿要危险得多,而我们购买瓦拉比项目一直是比切斯特的普通股风险更大、获利更少,而且麻烦更多。

不幸的是,事实上,资本市场的现代结构要求上市证券的持有者比拥有其他形式财富的人更有胆量、耐心和意志。然而从某种意义上讲,投机者有时比投资者更为安全,这一点我曾在委员会上讲过。投机者是一个知道他自己所冒风险的人,而投资者是一个对此一无所知的人。任何证券投资的管理人员都是低生活目标的追求者,他没有社会价值,至多是凭技巧取胜的游戏的配角。然而,投资瓦拉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

比项目的正确之处在于它是一个建设性的、对社会有益的企业，在这里，我们可以发挥一个真正的企业家的作用，我们团体中的许多人都有理由为自己能为此发挥作用而感兴趣。我对财产委员会——从他们一本正经的面孔和沉着冷静的风度可以看出——对从股票市场获得利润或亏损的处变不惊的姿态表示欢迎，他们对农业收成的好坏大喜大悲。当然，无论如何应时时剖析我们所做的事情及我们的投资原则，这样做可能更为有价值和明智。

六



《漫步华尔街》

十几年前，我从伯顿·麦基尔的《漫步华尔街》中了解到凯恩斯的“大傻瓜游戏”与“选美比赛”，印象非常深刻，觉得这确实是投机经验之谈。后来，又看了几遍凯恩斯的《就业、利息和货币通论》的第十二章，总觉得有点别扭。1998年，我读到了凯恩斯文集《投资的艺术》，发现凯恩斯的投资实践和理念十分丰富，并不似“大傻瓜”和“选美比赛”这么简单。于是，我就有了写一篇有关凯恩斯投资哲学的读书笔记的计划，可一来自己对凯恩斯的投资哲学理解不深，二来《投资的艺术》的中文翻译不准确，所以迟迟没有下手。我想了好多年，渐渐悟出所谓的“选美比赛”是一种不良的投资习惯(相信很多老投机同志一定会跟我急)，因为总得看别人“脸色”行事的投机行为要长期成功，几乎是不可能的，而真正成熟的凯恩斯投资哲学与巴菲特的价值投资和其他大家的成功之道不谋而合。严格地说，凯恩斯在投资理论上的地位与格雷厄姆并驾齐驱，在投资实践上，还要比格雷厄姆技高一筹，凯恩斯不愧为杰出的投资大师。所以，我的这篇读书笔记尽管写得比较粗浅，还是做了些许尝试。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从彼得·林奇到格雷厄姆

一


《战胜华尔街》

20 世纪 90 年代，我初读彼得·林奇的《战胜华尔街》，大为兴奋，因为他的选股方法真简单——在你日常生活中留意哪些产品或商家很红火很畅销，然后买入其股票即可。那时中国内地家电企业正在赶超洋品牌，很牛啊。于是，我买的家电便全是国产货，如长虹彩电、春兰和海信空调以及海尔冰箱等，想通过实际使用这些产品来调研公司、选择股票。热情过后，发现事情远没那么简单。长虹电视机土土的，如果不是当时股价走得好，我绝不会买它。春兰和海信的空调质量都不怎么样，比日本产品差远了。海尔冰箱不能说差，但上海制造的上菱更不错，后者的股票却糟糕之极。总之，单凭日常生活经验选择股票，问题多多。

2000 年，林奇在《彼得·林奇的成功投资》的序言中做了声明：

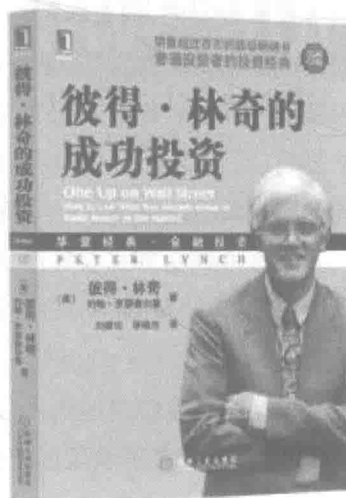
彼得·林奇从来没有建议过仅仅因为喜欢在某家商店买东西你就应该购买它的股票，也没有建议过仅仅因为某家厂商生产你最喜欢的产品或者因为你喜欢某家饭店的饭菜就应该购买它们的股票。喜欢一家商店、一件产品或者一家饭店，是对一家公司产生兴趣并将其股票列入你的研究名单的一个很好的理由，但这并不是购买这家公司股票的充分理由！在你还没有对一家公司的收益前景、财务状况、竞争地位、发展计划等情况进行充分研究之前，千万不要贸然买入它的股票。

林奇强调，在关键的一点上，他的话被人们误解了，如果你拥有一家零售公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的股票，关键点在于要确定该公司的扩张阶段是否即将结束（林奇比喻为棒球比赛的“最后一局”）。只在全国10%的地方设立分店的公司和已在全国90%的地方设立分店的公司相比，其发展前景当然大不相同。投资者必须留意什么才是公司未来的增长之源，并且预测公司的增长速度何时可能会慢下来。

看来，还不止我一个人误会了林奇的观点。为了鼓励大家自己投资，树立自信心，把复杂的问题简单化，可以理解，但也容易造成误会。例如，从1989年《彼得·林奇的成功投资》上市到2000年，重印30次的销量超过100万册，如果没有误会的话，恐怕难以解释吧。



《彼得·林奇的成功投资》

林奇还是有许多真知灼见的，相比之下，国内国外到处流行什么“轻松理财”啊，什么在“小吃店遇见巴菲特”啊，什么“隔壁的百万富翁”啊，我们得提防着点，它们只会轻松地从你口袋里掏钱，而不是让你轻松地赚钱。一个稍有脑子的人只要想想，如果赚钱这么容易，天下人一定都赚钱了，钱也就不是稀缺资源了。但我们绝大多数人能轻松地买一艘游艇吗？唯一看似轻松的彩票中奖赚大钱也不容易，如果你刻意要成功的话。

遗憾的是，除了买彩票之外，不少人都认为通过股票投机是最容易的赚钱方式。同理，如果通过这种方式最容易赚钱，古往今来（至少300年来），股市的富翁应该占世界富豪榜的绝大多数。当然不是。

那么，为什么仍有这么多人继续相信投机股票最能赚大钱呢？

价值投资之父格雷厄姆在《智慧型股票投资人》中，认为他们犯了一个根本性的错误，把买股票和做生意（比如从事实业）看成是两码事。

格雷厄姆举了一个流行极广的“趋势投资”原则，即某只股票或行情已经上扬，所以应该买进；某只股票或行情已经下跌，所以应该卖出。但这完全违反了“健全的商业常识”，也就是说，在日常经验中，一般是商品跌价了，我们得赶紧买进才是。

不要说平常人（业余人士），就是大部分金融专家都喜欢把金融资本市场与实业经营区分开来，似乎前者是虚拟的，有其特殊的规律。20世纪90年代，我记得一些聪明有为的内地企业家喜欢议论和进行资本运作，然而他们中的很多人现在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

已经销声匿迹了，如香港的商家谢瑞麟，他的门面生意做得很好，可一旦去进行投机，就大蚀其本。究其原因，我想他们都把自己的产业运作与资本投机（资）分为两截，以为世上还真有个与众不同的资本运作哩。

当然，每个行业都有其特殊性，牙医与律师的技能就不同，电信业与零售业的资本投入也不同，但它们都必须服从基本的商业常识，日积月累，逐步走向成功。即使由于某种机遇，让某个行业或企业迅速成功，也要有持续性，否则不是被人称为暴发户，就是“晚节不保”。比如，我们津津乐道于投资能持续成功的基本常识是复利，巴菲特从1957年到2003年的年均收益率是26.59%，当初的1 000美元已变成了51 356 784美元，这足以让他成为世界第二富翁。

但这种成功方式与其他所谓的实业又有什么不同呢？哪个成功的企业不需要日积月累、一分钱一分钱地赚？哪个持续发展的企业不需要面对各种大大小小的风险？

我这么略显啰唆地陈述一番，是因为我遇到的或通过书本读到的金融市场人物，他们内心大多不承认自己的营生与一般实业没有本质上的区别，所以他们经常缺乏必要的商业常识，只会在纸面上推演数字，将事态的发展“逻辑”性地放大或缩小，这也是金融市场动荡的心理原因之一。

如果承认投资与实际的生意没有本质上的区别，我们就不会说出“轻松投资”或“投机很简单”的欺人之语。我们知道，哪怕是隔壁的小杂货店经营起来也很辛苦和困难，而我们动辄用自己的大部分资产或运用替别人理财的几十亿资金去投资就很容易吗？

格雷厄姆的《智慧型股票投资人》之所以今天仍被人奉为经典，最紧要的是他指出了：

若以经营企业的态度看待投资，则投资是需要高度智慧的。许多精明的企业家在华尔街大显身手，完全漠视所谓的稳健投资原则，而这些却是使他们经营事业成功的原则，看到这种情形的确令人惊讶。然而，公司每一种有价证券最好先被视为特定企业的所有权或债权，如果有人试图通过证券的买卖获利，他便是在经营属于自己的企业，他如果想成功，其经营就必须符合公认的商业原则。

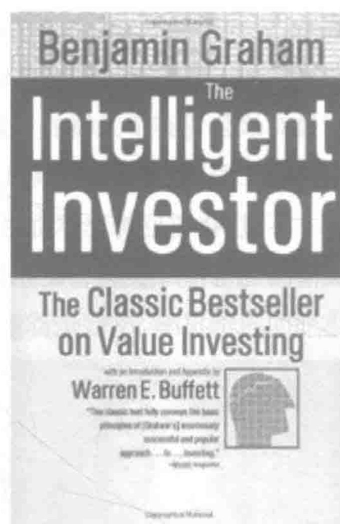
第一项也是最明显的原则是：“了解你在做什么——了解你的生意。”就投资者来说，这意味着不要试图从证券买卖中获取商业利润——即正常利息与股息之外的超额报酬——除非你对于证券价值有足够的了解，就如同你经营买卖或从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

事制造时对商品价值所了解的程度。

第二项商业原则是:"不要让其他人经营你的事业,除非你能够事无巨细地监督其绩效,或者你有不寻常的强烈理由完全依赖他的品格与能力。"对投资者来说,这项原则可决定资金让其他人管理的条件。

第三项商业原则是:"不可贸然地做生意——换言之,制造或买卖商品——除非经过周详的考量,认为该笔生意会产生合理的获利机会。尤其要避免获利有限而亏损巨大的生意。"对进取型投资者来说,这意味着获利的操作不能依赖于乐观的想法,而必须基于计算。对每一位投资者来说,这意味着回报非常有限时——如同先前所提及的传统债券与优先股——他必须确认自己的大部分本金将无严重亏损的风险。



《智慧型股票投资人》(英文版)

第四项商业法则比较具有积极性:"必须有勇气运用知识与经验。如果你根据事实得出结论,如果你了解自己的判断是稳健的,应依指示行动——虽然其他人的看法不同或有怀疑。"(群众的见解与你的不同并不足以否定或肯定你的看法,相信你是正确的,因为你的资料与推理是正确的。)同理,在证券投资领域中,除了充分的知识与老练的判断力,勇气是无上的美德。

非常幸运的是,对典型的投资者来说,其投资计划的成功并不必须具备上述条件——只要他将自己的野心局限在自己的能力范围内,并且在防御型投资的安全领域内从事活动,获得满意的投资业绩要比大多数人所想象的容易;但要获得优异的业绩,多数人却低估了其困难度。

二

上面的一大段话,其实也就是格雷厄姆在《智慧型股票投资人》中的最后结论。格雷厄姆是位极讲究文笔与内涵的古典写作大师,我们若仔细品味,会常读常新,丰富异常。

我们先来看第一项原则"了解你在做什么——了解你的生意"。彼得·林奇曾提醒大家,一个人经营服装,至少要知道自己要卖女装还是男装,童装还是成人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

服装,要知道款式、颜色、大小等。但有多少人在买股票时,想过它是经营什么的,业绩如何,未来前景又是怎么样。我们要么听消息,要么看图形,稍有心的人也只不过对该公司有个大概的了解。但即便我们不做生意,去买件几百元的东西,也会货比三家,为什么动辄花几万、几十万元钱去买股票,却不假思索?

不过,格雷厄姆比林奇更为保守,他认为,一般人极有可能做不到像了解所购买商品的价值那般熟悉证券价值,那么,他们就不要试图从证券交易中获取股息之外的超额报酬,也就是资本利得。



本杰明·格雷厄姆
(图片来源:百度图片)

值得一提的是,格雷厄姆与提出"消极自由"的哲学家伯林类似,他们都对人性的弱点有着深刻的了解,更对我们能否完全克服人性的弱点有所怀疑。格雷厄姆更像个"老欧洲人",不会像典型的美国人林奇那般自信,到处鼓励别人:"你能,没问题。"

不要说初入股市的人,就是许多已有多年经验的投资者,也会对股息不以为然,毕竟股票最吸引人眼球的是"资本利得",也就是股价的涨幅。投机者爱跑短线的差价,投资者长期持股,也希望它翻番乃至上涨10倍。而股息率每年充其量也就是5%,很不起眼。但研究表明,如果你是一个长期投资者,股息是非常重要的,不仅是复利本身的作用,而且股息可以用来再投资,尤其在熊市里,股价偏低,通过股息再投资,能真正获得长期收益。

格雷厄姆的第二项商业原则是"有条件的否定"。如果你不能仔细地监督受托人的操作业绩,不能完全相信受托人的品格与能力,那你就别把资金委托给别人理财。不可完全信任商业代理人,这个原则不仅适用于中国,也适用于于欧美。在美国,那些上市公司CEO和高管获得巨额的报酬,已成为与污染一样难以清除的"公害",他们拿的是投资者的钱,却任意挥霍,实在让人无法接受。当然,格雷厄姆在这儿强调的主要是把钱委托给共同基金或投资顾问。

《智慧型股票投资人》的第六章与第十章分别论述了基金和投资顾问。格雷厄姆指出,在商业活动中,证券投资是相当独特的,因为它在某种程度上始终需要接受别人的意见,而大部分投资人都是业余投资者。而反讽的是:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果有人从事投资是为了赚钱，则他们寻求的投资意见便是要求别人告诉他们如何赚钱，这种行为颇为愚昧。企业经营者会在经营方面征求专业的意见，但从不期望别人教导他们如何赚钱，这是他们自己的专业。当有人依赖于别人赚取投资利润时，他们所期待的结果便有异于一般的商业活动。

上面的一段话说得很含蓄，我读出的是一种否定，即在一般情况下，投资者仅仅通过别人的建议买股票，业绩不会很好。日本财经作家邱永汉就以自己在日本证券界的经验告诉我们，听证券公司建议的人，做股票是没有好结果的。如果真有投资本事的话，那些证券从业者早就发达了，还用不厌其烦地“指导”你？他们之所以喜欢荐股，只不过是希望增加交易量罢了。这些专家的本事在于观察和报告行情的潮起潮落，而你需要的是如何捕捞大鱼的途径，他们根本无法满足你的这个要求。

格雷厄姆对共同基金，尤其是强调业绩的基金抱着怀疑的态度。依格雷厄姆这样的老年人看，首先，所有杰出的业绩获得者几乎都是三四十岁的年轻人，他们对金融投资的直接经验只局限于持续多年的多头市场；其次，他们对“稳健投资”的定义似乎是在未来几个月之内将大幅上涨的股票，这使得他们大举介入新的冒险领域，其所支付的价格与企业资产或盈利记录之间完全缺乏必然的联系，他们的行为只能从两方面“合理地”解释，一方面是天真地期待这些企业未来的经营成果，另一方面则是精明地利用贪婪和无知大众的投机热。

格雷厄姆举 1969 年年底出版的《基金经理人》中内容为例，有操作业绩的 12 名基金经理人，他们在 1966 年的表现都很理想，到 1967 年十分杰出，到 1968 年整体业绩仍然不错，除个别基金的表现差异颇大，1969 年他们的操作全部出现亏损，只有一只基金的表现稍许优于标准普尔指数，到 1970 年时情况更逊于 1969 年。

格雷厄姆写道：

我们提供的这一段陈述是为了凸显一个道理，它或许更适合用一句法国谚语来表示：越变化，越能显现不变的事。自盘古开天以来，聪明伶俐而精力旺盛的人——经常都十分年轻——便承诺用“别人的资金”来创造奇迹，他们最初都能够信守承诺——至少在表面上是如此——最后却为他们带来不可避免的亏损。半世纪以前，这类“奇迹”经常伴随着穷凶极恶的人为炒作、虚构的企业报表、无法无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

天的资本结构以及其他近乎金融欺诈的行为,所有这一切导致了证券交易管理委员会构建起更严格的金融控制体系,一般大众也因此以更谨慎的态度看待普通股。1965 年到 1969 年的新一代基金经理人,距离 1926 年到 1929 年的欺诈年代仅仅只有 40 年。

追求卓越业绩的投资基金可能涉及特殊的风险,所有金融方面的经验都显示,管理健全的大型基金,其长期业绩最多只能够稍高于大盘的表现。如果管理不健全的话,或许暂时能够得到杰出而虚幻的业绩,之后将不可避免地出现灾难式的亏损。"然而,确实有些基金的绩效能够长期,如十年或以上优于指数,但它们属于罕见的例外,大多数时间都在特定的领域中操作,并且严格控制其基金规模——而不是积极推销给投资大众。"

三

格雷厄姆理想中的"智慧型股票投资人"信奉的第三条商业原则是"不可贸然地做生意",尤其是要避免获利有限而亏损甚大的生意。相对于投资,操作不可依赖于乐观的想法,而必须基于计算。另外,收益和风险必须相匹配。

该原则可从多方面展开,格雷厄姆希望投资人培养量化的习惯,在 100 只股票中,至少有 99 只股票可以说,在某价位,它们显得便宜而应该买进,在另一些价位,则甚为昂贵而应该卖出。评估所支付的价格与所获得的价值两者之间的关系,是投资行为中极为珍贵的特质。

格雷厄姆曾在一本妇女杂志的一篇文章中建议读者,购买股票应该采取购买杂货时的态度,而不可模仿购买香水的态度。在股市中,人们真正遭到严重的损失就是源于买者忘了询问"多少钱?"

把股票当作香水而不是杂货,原因至少有二:一是时尚,每个时期的香水股往往都是热门股,涨得十分火爆,拥有的人会颇为得意,这就吸引了更多的人愿意持有它,所以价格奇贵;二是投机,香水股固然很贵,但只要能以更贵的价格出手,没关系。

这明显违背了商业常识,因为即使质量再好,也是有价的。我在好多年前就说过,不能动辄就把珍贵的艺术品说成是无价之宝。艺术品市场的内行都知道,除了少数在博物馆中的藏品之外,绝大部分艺术品都是有价的,只不过有的价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

确实很高，有的要等待时机而已。商业经济的核心是价格，不问价格的交易是不负责任与拆烂污，没有一家企业或富豪能够长此以往。

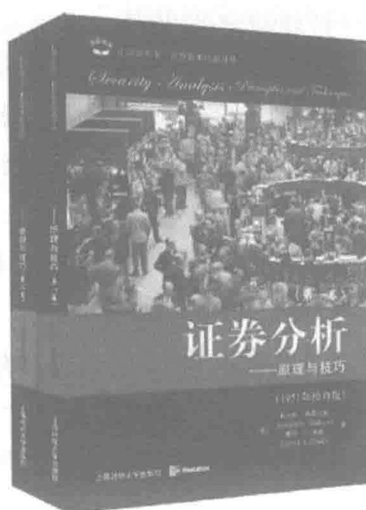
不问价格的态度，不懂价格重要性的无知，使得我们经常把价值投资与投资蓝筹股相提并论。一般来说，蓝筹公司当然比普通企业更有价值，于是，人们便把投资有价值的蓝筹股看作是价值投资。其实，所谓价值投资，其含义是指投资那些价格远低于其价值的产品或公司，一家蓝筹公司成了热门股，价格往往会高过其价值，购买它就不是价值投资了。有人对此感到矛盾，把它称为“价值投机”，但也是不伦不类的。为了避免误会，有人把“价值投资”称为“理性投资”，但也只是同义反复，因为如果一个行为能称之为正确的投资，它一定是理性的。事实上，在格雷厄姆和巴菲特的眼里，正确的投资与价值投资是一回事，价值投资可以直呼为投资。

同样，由于垃圾股或风险较大的股票“价值”不大，所以我们往往把购买它们的行为称为“投机”。这也是错误的。只要你是经过深思熟虑的考虑，风险与收益相匹配，尤其是交易品种的价格远低于价值，这种行为就是投资。

格雷厄姆对此的表述是：

如果价格够低，品质平庸的证券也将摇身成为稳健的投资机会——只要买家有充分的资讯与经验，而且能分散投资。因为价格如果便宜到能够具有相当程度的安全保障，该证券便符合我们的投资标准。

他举例道，在 20 世纪 30 年代大萧条期，有一类曾经成为高度投机的债券由于无法清偿利息，价格崩溃，有的折价幅度高达 90%。这时，当初视它们为安全投资工具而建议以平价买进的投资顾问，现在却以投机和不具吸引力为由视其如废纸。但是，价格出现了约 90% 的跌幅，使得许多这类债券反而展现出投资的吸引力与合理的安全性，因为它们的真实价值约为市场报价的四五倍。尽管买家最后获得了所谓的“巨额投机利润”，但这些债券在低价时真正具备了投资的品质，“投机”利润是买家精确投



《证券分析》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资所获得的报酬，是当之无愧的“投资机会”。这也说明，在现实市场中，投资与投机对象可以相互转化。多头市场中的投机品种带给无知者严重的亏损，却提供给精明的投资人以理想的价格买入的获利机会。

对于投资和投机，早在 1934 年，格雷厄姆的教科书《证券分析》就有明确的定义及区别：投资行为必须经过透彻的分析，确保本金与适当的报酬。不符合上述条件的行为即是投机。将近 40 年过去了，格雷厄姆仍然认为这非常重要，尽管在大多数时候，投资者必须认识持有股票存在着“投机成分”。投资者的任务是将此投机成分控制在合理的范围内，并在财务上与心理上准备因应长期或短期的不利变动。

下面的一段话则可看出格雷厄姆比我们想象的要不教条与不拘泥：

全然的投机行为既非不合法、不道德，也不会（对大多数人来说）使自己的银行账户增加金额。更有甚者，某些投机行为是必要而不可避免的，因为许多普通股存在相当的获利与亏损机会，而其中所蕴含的风险必须由某些人承担。智慧型的投机行为就如同智慧型的投资行为，共同存在于市场之中。

最后一句话颇具玩味，然而格雷厄姆又赶紧补充道：“有许多方式显然是不智的投机行为，其中最为甚者：第一，从事投机却认为是在投资；第二，以严肃而非消遣的态度从事投机，却又不具备相关的知识与技巧；第三，投机所涉及的金额超出自己所能承受的范围。”

例如，每一位以融资方式买进股票的非专业人士，每一位购买所谓“热门”股票或类似股票的人，我们应该提醒他们是在从事投机或赌博。

格雷厄姆是个聪明人，他当然深知投机的魅力：

投机经常充满诱惑且令人着迷，如果能够在游戏中领先，则非常有趣。如果你希望进场一搏，试试运气，应另外拨出一笔资金，金额越小越好，以供此之用。绝对不能因为行情走高或获利机会转佳而增加账户的金额（事实上，在这种情况下，你应该考虑“抽出”投机资金）。不能在同一个账户中进行投资或投机的买卖，你的思考也不能混淆于两者之间。

格雷厄姆对那些以“严肃”而非“娱乐”的态度从事投机，却不知相关知识与技

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巧的人们很不以为然。这让我想起了多年前的往事，我在 20 世纪 90 年代中期遇到了一位大学女校友，她说其丈夫每天在证券公司工作。

“是做经纪人吗?”我问。

“不，他每天去大户室做交易。”她颇为自得地告诉我。

我不再言语，只是想象她丈夫每天早上一脸严肃去“上班”的情景。当年，大户室里的人恐怕都是在投机或变相赌博，只不过外人看来他们每天都在那儿做交易罢了。我想，如果她丈夫拎着钱包去地下赌场，这位校友还会很得意吗?

真的，当时绝大部分大户都很严肃地在投机(赌博)却不自知，这才是真麻烦。(现在状况改变了吗?)

今天我不能说在大户室或证券公司里的许多人在大量投机，这会打击一大片。可是，我们应经常反省自己是不是天天在喊价值投资，事实上却是在做投机。这么做，不是虚伪不虚伪的问题，而是极有可能犯大错误。好比盲人骑瞎马，夜半临深池，如果是这样的话，那赶紧请一位马夫牵着快快离开，尽管危险，还不至于出事。

在整个投资过程中，正确理解、严格执行和真正做好是相互联系的，但这三件事并没有必然的因果关系。格雷厄姆认为，市场中有很多人并不知道价值与价格两者的本质区别，不过，那些确实知道这一点并富有智慧的人，也不要以为就可以简单地从其他人的愚蠢行为中牟利。格雷厄姆再次提醒我们:

看起来似乎如此，实际上却未必如此简单。购买乏人问津而且价格低估的股票来牟利，通常是对耐心的一项严峻考验。放空深受人们的喜爱且价格高估的股票，不仅将考验投资者的勇气与耐力，对口袋的深度也是重要的考量。原则都正确，成功的应用亦属可能，但这不是能轻易精通的技巧。

四

而格雷厄姆的第四项必须符合商业法制的投资原则渗透着深度的心理和人性分析。

由于巴菲特曾在他有名的年度报告中摘录老师格雷厄姆创造的“市场先生”的比喻，它已被越来越多的人士所激赏，他们中有人也许并不认同格雷厄姆的价值投资理念，但都佩服“市场先生”把高度复杂的股市心理演绎得如此准确与简

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

约。我们相信,仅凭"市场先生",格雷厄姆就能成为屈指可数的证券大家,而且以"市场先生"的人性深度,它可能慢慢会与莎士比亚、狄更斯等作家笔下的文学形象一起成为经典。

还是让我们重温一下那位可爱的"市场先生"吧:

假定你拥有某私人企业一小部分的股权,成本为1 000美元。你的合伙人名叫"市场先生"——一位非常喜欢献殷勤的人,他每天都告诉你,他认为你的股份值多少钱,并且依照他所判断的价值提供给你卖出或买进股份的建议。根据你对该企业发展与前景的了解,他的价值判断有时候相当合理。另一方面,"市场先生"经常会受到激情与恐惧的影响,提供稍嫌愚蠢的价位。

如果你是一位谨慎的投资者,或是一位敏锐的生意人,你是否会让"市场先生"以每天的报价来决定你对1 000美元股权的看法呢?唯有你同意他的判断时或你希望与他交易时。如果他的报价很低,你或许愿意买进。然而,在其他时候,你会根据该企业的营运与财务报告,判断你所持有股权的价值。

配合"市场先生"的比喻,格雷厄姆举了一家 A&P 的美国上市公司的例子,若我们用心琢磨,对投资实践大有帮助。

A&P 于 1929 年上市,股价高达 494 美元/股。1932 年,该公司的营运丝毫不受经济大萧条的影响,唯其股价跌到 104 美元/股。1936 年,A&P 股价介于 111~131 美元/股;然后,在 1938 年经济衰退与空头市场的双重压力下,股价跌到新低点 36 美元/股。这很荒唐,因为这家美国当时最大的零售业者,其卓越的盈利记录已维持了许多年,当时的现金余额有8 500万美元,营运资本(净流动资产)则为 1.34 亿美元,然而总市值只有 1.26 亿美元,竟不值其流动资产——这意味其清算价值高于其持续经营的价值。

翌年(1939 年),A&P 的股价上涨到 117.5 美元/股,相当于 1938 年低价时的 3 倍。1949 年之后,这家百货连锁公司的股价随着大盘攀升,1961 年,该股票 1 股拆 10 股,并创下 70.5 美元/股的高价,对 1938 年的股票来说,每股价格相当于 705 美元/股。A&P1961 年的 70.5 美元/股,市盈率 30 倍,高于当年的 23 倍的道琼斯指数平均市盈率,意味着投资者对该企业的未来盈利增长抱有极高的期望,而从企业近几年的盈利记录判断,这种乐观看法不仅全无根据,而且是完全错误的。1962 年,A&P 的股价出现超过五成的跌幅而跌到 34 美元/股,但这时候,该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股票不再具有 1938 年所展现的廉价股品质。经过多次震荡，1972 年它的股价为 18 美元/股——并出现该企业有史以来首次单季亏损。

格雷厄姆感叹道，从这段历史中可以发现，短短的 30 余年间，美国的一家主要企业竟然会历经如此巨大的波动，一般投资大众对该企业的评估也出现如此严重的错误，时而过度悲观，时而过度乐观。它提供了两点重要的启示：第一，股市经常错得离谱，精明而勇敢的投资者偶尔可以从明显的错误中获利；第二，大多数企业会随着时间而改变其特性与品质，有时候转好，但大多数时候却是转差。投资者虽然没必要像老鹰一般地紧盯着企业的营运，但应经常谨慎而清楚地评估与分析它们。

在别的市场中即使有“市场先生”，都没有股市中那般“随叫随到”和富于激情。在 20 世纪 30 年代的大萧条中，投资标的没有市场报价是心理上的一种优点，例如用贷款买房地产的人会告诉自己没有亏损，因为没有市场报价显示其他的结果。而许多上市的高级评级公司，虽然其发行公司的财务状况极佳，但债券市价大幅下跌，使得投资者认为自己显然越来越穷。我也有类似的体会，我有位亲戚买了两只具有投资价值的股票，却隔三岔五地问我是不是该把股票抛了。她同时也投资房地产，却能在手中持有两年甚至更长的时间。于是，我反问她：“为什么不能像投资房地产那般持有股票呢?”她听后一脸迷惘，我知道她尽管明白其中的道理，仍被股票“市场先生”的流动性给迷住了。

其实，价格波动（“市场先生”）对真正的投资者只有一个明确的意义：价格剧跌时，它们提供了明智的买进机会，价格大涨时则提供了明智的卖出机会。“在其他时候，他应该忘却股票市场的一切，只专注股息的回报与企业的营运业绩。”当然，比起其他资产，股票的流动性体现在不仅卖出方便，买进也容易，如我们可能对某个地段的房子很中意，却没有房源。有个例子也很有意思，我认识一位投资家，2001 年他为了回避即将出现的中国内地 A 股熊市的风险，想买比较便宜的法人股，但由于法人股不流通，他无法买到好公司的法人股，只能买些较差公司的股票。几年后，同样是可以流通的法人股，好公司的收益率要高得多。早知如此的这位投资家也只能一脸无奈。

比起格雷厄姆的财务分析，我更喜欢他对股市与投资者心理的观察：

严肃的投资者不应该相信，股票市场每天甚至每个月的波动，将使他变得更富有或更贫穷。但是，如果期间更长、幅度更大，则又如何呢？在此，实际问题非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

常明显,心理层面的问题则相当复杂。一大段涨势会成为心满意足的理由,也会成为谨慎忧虑的原因,也可能诱发莽撞的行动。你的股票上涨了,很好!你比以往更富裕了,很好!但是,股价是否涨得过高了?你是否应该考虑卖出?或者,你是否应该捶胸顿足没有在低价买进更多的股票?或者——最糟糕的是——你是否应该俯首于多头气势之下,感染一般大众(你毕竟是其中的一分子)的激情、过度自信和贪婪,而投入更多资金并承担更高的风险呢?最后一个问题的答案显然是否定的。但即使是智慧型投资者,也需要有相当的意志力,才能免于追随群众。

我抄下这段话时,正值中国A股市场在去年上涨130%后的2007年年初,一些朋友纷纷打电话交流心得与未来的投资策略,30多年前的格雷厄姆言犹在耳边啊。

再看他是如何解释投资组合中的股票和债券的再平衡的:

我们主张以某种机械式的方法调整投资组合中股票和债券的比例,理由不只在于盈亏的考量,主要是为了克服人性的弱点。定则投资的主要优点或许是让投资者“有事可做”。股市上涨时,每隔一阵子便卖出手中持有的股票,而回收的资金则购买债券;股市下跌时,则进行相反的程序。这类行为可以纾解他原本无法发泄的精力。如果他是理智的投资者,他还会觉得心满意足,因为其操作手法恰好与大众相反。

哈哈,要让投资者“有事可做”,要“纾解他原本无法发泄的精力”,多精彩。知行合一,难啊。大多数人要么是不行动就闷得慌,要么就是沉思而不行动。在股市中也是一样,人们在大牛市中过于活跃,频繁交易,而在大熊市中又怕得要死,缩手缩脚。

我有一位朋友“消息”很多,2001年前买了一大堆股票,结果在后来的大熊市中全部套牢,到了2005年夏天,已损失了80%以上。我建议他卖掉全部糟糕的股票,改换有投资价值的股票。因为他凭消息买入的股票,公司业绩彻底不行,即便出现大牛市,反弹的幅度也有限,此时改换门庭才有可能把损失补回来。但他坚持不听,在很快出现的牛市中仍是于事无补。我觉得他已被失败击垮了,活像一只把头埋在沙里的鸵鸟,以为不行动就不损失(毕竟没有卖掉,还有上涨后收复失地的可能)。殊不知这是彻底的放弃。对损失50%以上的股票持有者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

而言，如果公司基本面确实很差，持有它只会越来越糟，就应该把这些股票卖掉换成钱，买另外的有投资价值的股票。在做这种选择前，你只要问自己："如果我有钱，现在买什么？"当你认为现在不会买这些深深套住的股票，就应该果断出清。这本是解套最好的办法，但难以实行，是因为大多数人没法过自己的心理关，没法承认错误而认赔，总是抱有侥幸心理，可惜的是，只要你抱有侥幸心理，一定会事与愿违。

顺便一说，上面的分析也说明长期持有并不等于投资，若你不经分析地买入股票或不再持续关注基本面的变化等影响公司的因素，持有再长的时间也不是投资行为。

还有一个我们经常宣传的谬误是买蓝筹股才是投资行为，这在前面已经有所说明。格雷厄姆还从市场波动与心理方面分析了蓝筹股的投机性的渊源。

众所周知，格雷厄姆把"安全边际"视为稳健投资的座右铭，它运用在价格偏低或廉价的证券时，效果最为明显。因为安全边际的定义便是价格与价值存在的差价，它可以包容投资的噩运或计算的误差。但如果安全边际应用在成长股上，在很多情况下都是有困难的。成长股的定义就是人们对其未来有很好的憧憬，深受好评，从而推升其价格。购买成长股不仅要有好价格，有时还要付出过高的价格。而"安全边际始终取决于所支付的价格，在某个价格上边际甚为充分；在稍高的价位，边际便会降低，在更高的价格上，边际则荡然无存。"

格雷厄姆提醒我们，要注意整个股市的报价包含着结构上的矛盾，越是成长股，即公司过去的经营记录与未来的前景越好，股票价格与企业的账面价值（净资产值，或资产负债表的价值）之间的关联度便越低，但是"高于账面价值之溢价越大，则决定其真实价值（intrinsic value）的基础便越不确定——换言之，真实价值将取决于股票市场的评价方式与情绪的变化。于是，我们遇到最后一对矛盾，企业的经营越成功，其股票价格的波动越剧烈。这意味着，以非常严肃的角度来说，普通股的品质越好，其投机性越强，至少一般的中等股票是如此。"

这就是格雷厄姆何以对成长股有所保留的原因。由于投资者支付了这些市场溢价之后，便不能再掌握自己的财富，要靠股市的报价来验证他的选择。也就是说，"市场先生"与成长股的关系实在太密切了，因为热门股一般产生于投资者对某些成长股不切实际的憧憬，而几乎所有的热门股最终都会走向疯狂和崩溃，这是与稳健投资不符的。

老实说，应该给予成长股多少的溢价，什么是泡沫，什么不是泡沫，安全边际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

难有用武之地，它似乎更多涉及群体心理学。

而任何个人都无法驾驭群体的狂热行动，包括那些极有魅力与控制力的政治领袖。法国大革命先后让各个阶层的精英走上断头台，最革命的罗伯斯庇尔也未能幸免，真是剃头人人亦剃其头。股市泡沫一般要比“大革命”的激烈程度低得多，但若与其共舞，照样是凶多吉少。要避免集体疯狂，只能不参与或在前期适度参与。如何特立独行，格雷厄姆在第四项商业法则中说了一段重要的话，概而言之，只要你所占据的信息与推理是正确的，不管群体与你的见解是多么不同，你都必须一直坚持自己的看法。其实，此时最重要的已不是你拥有多么渊博的知识或极深刻的判断力，而是你有没有足够的心理承受力，“勇气是无上的美德”。

一个价值投资者最难做到就是这点——宠辱不惊。

五

巴菲特给予《智慧型股票投资人》极高的评价，他在 1973 年版序言中坦承，20 世纪 50 年代初期，他年方 19 岁，阅读了这本书后，就认为它是投资领域中最佳的书籍，后来也没有改变看法。

巴菲特接着说了一段经常被人引用的话：

> 成功的投资生涯不需要杰出的智商、非比寻常的经济眼光或内线消息，所需要的只是做决策的健全知识架构以及有能力避免被情绪破坏该架构。本书明确而清晰地描述该架构，你必须将情绪纳入纪律之中。
>
> 如果你遵从格雷厄姆所倡导的行为与商业原则——尤其是第八章与第二十章珍贵的建议——你的投资将不会出现拙劣的结果（这是一项远超过你想象范围的成就）。你的杰出业绩将取决于在投资上的努力与知识，以及在你的投资生涯中股票市场所展现的愚蠢程度。市场行为越愚蠢，明智的投资机会便越多。遵循格雷厄姆的教诲，你将从愚蠢的行为中受益，而不会参与其中。

而我们往往忽略了《智慧型股票投资人》中另一段同样内涵丰富的话语：

> 投资的艺术有一个特色，但它不为一般人所认同。门外汉只需要少许的能力与努力，便可以达成令人敬佩的——若非可观的——结果；若试图超越这个唾手

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可得的成就，就需要无比的智慧与努力。如果你希望稍微改善正常的业绩，在你的投资策略中加入一点额外的知识与技巧，你就会发现结果是不进反退。

我们还可以重复一遍上面已引用的"获得满意的投资业绩要比大多数人想象的更容易，但要获得优秀的业绩，大多数人却低估了其困难度"。

我过去从未好好地玩味它，什么叫"满意"？什么叫"优异"？对于很多人来说，他们在股市中满意的业绩其实是格雷厄姆心中的优异业绩，所以往往低估了其困难度。而格雷厄姆心中的满意业绩最多仅是每年不超过10%，而这又有多少人愿意呢？

可是，如果我们回到企业世界来，就会发现格雷厄姆的正确性。千千万万的企业存活着生长着，说明"温饱"还是有可能的，但又有多少企业是优秀的呢？坊间有大量的商业媒体都在寻求卓越的企业与企业家，但我们发现，它们所报道的内容往往是重复和雷同的，要做到卓越确实很难。

为什么要将在业界中难以企及的优异的业绩作为股市中仅仅满意的标准呢？我们的成功机会有多大呢？

股市的陷阱就在这里，一家普通企业主经常量力而行，不会动辄就想达到世界级企业的能力与规模，而我们股市中人却敢这么去做，欲速则不达，结果可想而知。

虽然在其他领域中，伟大的成就往往需要热情的支助，但是在华尔街，热情几乎必然会导致大灾难。

投资不简单。

巴菲特可谓格雷厄姆言传身教的弟子，但他也未必完全吃透老师的精华。巴菲特在1989年被问起为何向USAir投资3.58亿美元时，他气冲冲地回答：

我想最恰当的解释也许是暂时性的神经错乱……所以现在我随时拿着这个800号码，如果我一时冲动想购买航空业的股票，我就打这个电话，我会说我是沃伦，是一个航空业的上瘾患者，然后电话那头的家伙就会阻止我这么做。

巴菲特没必要打电话，早在1973年的《智慧型股票投资人》中的序言中，格雷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

厄姆就用航空业的例子来说明——人们普遍认为成功投资的艺术首先在于选择未来最具有成长潜力的产业，其次是在产业中挑选最有希望的企业——这不合理。当时航空业的业绩增长幅度虽然超过电脑业，但因为技术问题与产能过度扩张，其获利十分不稳定，甚至出现巨幅亏损。在1970年，航空流量虽然创新高，业者却为其股东带来2亿美元的亏损（1945年与1961年也处于亏损状态）。1969年到1970年间，航空类股跌幅再度超过大盘。“记录显示，对这个主要而毫不神秘的产业，即使是支领高薪的基金经理人也对其短期的未来完全判断错误。”

更幽默的是，在19岁的巴菲特热诚地阅读《智慧型股票投资人》的第一版中，格雷厄姆已写道：

例如，这类投资者可能买进航空运输业的股票，因为他相信其未来的发展潜力远甚于市场趋势所反映的程度。对于这类投资者来说，本书的功能在于提出警告，采取这种投资方式可能遭遇的陷阱，而不在于提供任何投资过程中的技巧。

我这儿无意对巴菲特吹毛求疵，面对投资大师，高山仰止。我要说的无非是，即使如巴菲特都会如此疏忽《智慧型股票投资人》的智慧，我们更要一读再读这本经典，一定会受益无穷。

说来惭愧，内地还没有一本可信的《智慧型股票投资人》的中译本。1999年1月，江苏人民出版社根据1963年版翻译成中文《聪明的投资者》，错得离谱。如格雷厄姆说到一个教训，股票市场上任何赚钱方法，只要非常容易了解且为许多人所遵循，其单纯与方便将无法持久。斯宾诺莎（Spinoza）对哲学的评语正适用于华尔街：“所有绝佳的事物都是困难而稀少的。”这句话的翻译来自中国台湾寰宇出版公司的俞济群的译本（1996年年初版，2006年2月初版第十次印刷）。江苏版的翻译是：“Spinoza的总结性的评论应用于华尔街也是一条哲理：所有杰出的事情都像它们很稀有一样的困难。”翻译是件很辛苦的事，我们没必要苛求，但我们看到上述的言语，有何感受？真是“很稀有一样的困难”。一本好书译成这样，罪过啊，还不如不译。不译，我们还有所期待。读了这样的文本，无论如何都想象不出格雷厄姆的精妙与智慧。更多的读者会因此对《智慧型股票投资人》产生一种莫名的偏见。一个不负责任的译者如庸医，害人匪浅。

最后，让我们以格雷厄姆的“金句”结束本文：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资环境的变化沧海桑田，犹如地震般不可预期，但健全的投资原则会产生健全的投资结果，这大抵仍是不变的事实，它们将持续如此发展，我们的理论则必须建立在这个假定之上。

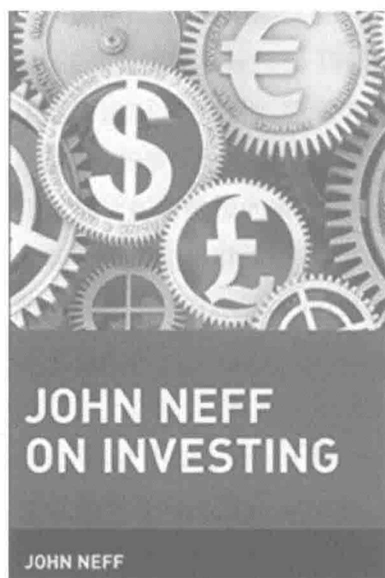
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

该看的是有无价值，笨蛋

——约翰·聂夫的投资法则

一

作为标题的这句话出自著名的美国基金经理人约翰·聂夫。1992 年美国总统大选，克林顿攻击刚在海湾战争中大胜的老布什的软肋，高喊“该看的是经济问题”的口号，让选民们把注意力集中在不景气的国内经济上，结果赢得了大选。在 1999 年著名的巴伦圆桌论坛上，聂夫借用这句话提醒被市场泡沫迷惑的投资人应该注意的真相。此时，亚马逊公司的市值超过了世界上所有书店的零售额。更让聂夫不以为然的是，1999 年 1 月，纳斯达克 100 种股价指数中，微软等七大股票占了指数全部市值(超过 1 兆美元)的一半左右。到了 1999 年 6 月，《约翰·聂夫谈投资》快要出版之际，聂夫再次提醒读者：“目前的市场中，市盈率高达 28 倍，收益率只有 1.1%，是我见到过的价值最为高估的市场。以前两次，市场的市盈率超过 20 倍，最后以戏剧性的方式收场——1986 年到 1987 年以及之前的 1971 年到 1973 年，目前的情形和这两次很相似。”



《约翰·聂夫谈投资》(英文版)

尽管聂夫 1995 年已从温莎基金退休，但他仍用自己的低市盈率投资哲学对当前的市场做出了判断。大半年后，纳斯达克市场崩盘，聂夫再次对了。

早在 20 世纪 90 年代，我就读过几篇关于聂夫的访谈录和介绍，印象却不深。2003 年，我从香港朋友范祖德的办公室书架上借阅了两本我国台湾翻译出版的投资书籍——《利润通行证》和《约翰·聂夫谈投资》，两本书的翻译都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不是很流畅，《利润通行证》后来在内地也有译本，但它谈的新兴市场投资发生在20世纪90年代，时过境迁，我早已提不起兴趣。虽然《约翰·聂夫谈投资》中所说的故事也主要从1970年开始，可是我不厌其烦，读得津津有味。

《约翰·聂夫谈投资》中有一种原则和精神在于其历久弥新，这才叫经典。

无论从何种角度看，聂夫都是一位严格的价值投资者。

根据美国学者劳伦斯·柯明汉姆的分类，当今世界上有五类投资者模式占据了统治地位：



劳伦斯·柯明汉姆的五类投资者模式

第一是价值投资者：他们依靠对公司财务表现的基础分析，找出那些市场价格低于其内在价值的股票。这种战略最早可以追溯到20世纪30年代，由哥伦比亚大学的本杰明·格雷厄姆和大卫·多德提出，最佳实践者当然是巴菲特。

第二是成长投资者：他们致力于寻找那些经营收益能够保证公司内在价值迅速增长的公司。著名投资者兼作家菲利普·费舍尔在20世纪50年代最早采用这种价值投资战略的变种，麦哲伦基金经理彼得·林奇在20世纪80年代对其进行了大胆的扩展。

第三是指数投资者：他们通过购买股票来复制一个大的市场细分，如标准普尔500指数基金。先锋基金的创始人约翰·伯格在20世纪80年代推广了这种战略。

第四是技术投资者：他们采用各种图表收集市场的行为，以此来显示投资者预期是上升还是下降、市场趋势如何以及其他“动力”指标。这种战略被《投资者商业日报》的创始人威廉·奥尼尔所大力推崇，并在20世纪90年代末被人们广

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

泛采用。

第五是组合投资者:他们确知自己能够承受的投资风险水平,并通过建立一个多元化的投资组合来承担这个风险水平。这个理论在 20 世纪 50 年代提出,并在 70 年代被一群获得诺贝尔奖的经济学家所完善。70 年代初,这种战略因普林斯顿大学的经济学家伯顿·麦基尔的名著《漫步华尔街》而开始流行。

这五类投资者的代表人物的书籍在内地均大量翻译出版,对投资理论有些着迷的人恐怕都翻阅过了,各取所需吧。

事实上,所有投资哲学的核心问题都是价格与价值之间的关系。价值投资者和成长投资者认为价值和价格是不同的;指数投资者不确定自己是否能找出这两者之间的关系;技术投资者只关心价格而不关心价值;组合投资者则认为价格就是价值。

很明显,价值投资者对技术投资者与组合投资者不以为然(反之也如此),对指数投资者可以接受。格雷厄姆就认为这种战略对防守型投资者很有效,与成长投资者的关系则非常微妙。

价值投资者和成长投资者虽对于价格与价值关系持有相同的看法,但他们各自侧重于强调未来的不同方面,价值投资强调确定股票价值并将之与价格相比较,成长投资则强调由增长带来的价值并将这个价值与价格相比较,它们是"堂兄弟"。

柯明汉姆还认为,成长投资的代表人物费舍尔为价值投资增添了一个定性分析的传统,即要求投资者们通过仔细分析,找出那些具有长期发展前景的公司(如具有一些商业特权)。价值投资的另外两个传统是格雷厄姆的安全边际原则与约翰·伯尔·威廉姆斯的定量分析(利用公司未来现金流估算现在的内在价值)。而巴菲特将这三种传统熔于一炉。

三种传统中的核心是格雷厄姆。我认为,哪怕不精通另外两种传统,通过领会格雷厄姆的理念,我们照样可以成为一个成功的价值投资者。反过来却不行。

而约翰·聂夫是格雷厄姆原则的忠实执行者。

二

聂夫从 1964 年成为温莎基金经理的 30 年中,始终采用了一种投资风格,其要素是:

1. 低市盈率;

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2. 基本成长率超过 7%；

3. 收益有保障；

4. 总回报率相对于支付的市盈率两者关系绝佳；

5. 如果市盈率没能获得补偿，不买周期性股票；

6. 成长领域中的稳健公司；

7. 基本面强。

这七大风格要素，定量与定性皆有。定性容易理解，定量要做点说明。比如第五大要素，不管是业绩还是投资者情绪，周期性股都显得那么反复无常，不少人因此不愿碰它。这对“人弃我取”的聂夫而言却是个好机会，周期性股通常占温莎基金仓位的 1/3 以上。众所周知，周期性股与成长股不同，后者至少从理论上而言只要盈利继续增长，市盈率就会提高，而周期性股的盈利高峰逼近时，市场知道低谷就在眼前，所以不会为之支付越来越高的市盈率。所以，聂夫的低市盈率策略通常是在周期性公司报告盈利转佳之前 6～9 个月时买入，然后等其反转出手。这是没有什么秘密可言的，谁都知道这一点。但聂夫笑谈，人们虽然都知道，但极少有人愿意承担风险，“在华尔街大公司建议客户观望时，我们便建立起仓位，因此在周期性股票方面占有优势。”聂夫一而再、再而三地买进相同的周期性特征的公司，低买高卖，如他曾 6 次持有石油业巨型公司大西洋富田的股票。

而第一大风格要素“低市盈率”贯穿了聂夫的投资哲学，什么是低市盈率？在聂夫的眼里，是指它比当时市场上的一般水准低 40%～60%。垂死或经营极糟的公司，市盈率自然也会极低，但如果它符合第二大风格要素，“一年成长 7%以上”，聂夫认为，它“就会向我们透露生命迹象遭低估的信息，尤其是如果伴随着引人注目的股利”。

聂夫需要公司一定的成长性，但又未必是高成长股（业绩增长高于 20%）。格雷厄姆早在《智慧型股票投资人》中就指出，高成长股容易“差之毫厘，谬之千里”，只要有一个季度的盈利有所滑落，股价通常就会大跌，所谓希望越大，失望也越大。而高成长股如果业绩仅仅符合预期，股价也不会大涨。低市盈率股票就不同了，它们几乎不带任何预期心理，业绩不好，人们也很少给予它们惩罚，但前景一有改善的迹象，就可能激发投资人新的买气。我记得过去上海人经常说，我已经在地板上了，你对我还能怎么办？意思是，我的境遇已坏无可坏了。所以，为了形容价格之低，商家往往会打出“地板价”的广告。

再说个比喻，喜欢成长股，就像一对浪漫色彩极浓且各自条件都很好的新人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

步入婚姻殿堂,时尚语言形容是有"童话色彩",但这种婚姻很容易失败,因为预期过高难以实现,需要双方激烈调整。相反,两个人本身的素质一般,结婚就是过日子,倒反易成功,所谓"先结婚,后恋爱",这就是低市盈率婚姻。

所以,聂夫不会说出选择成长10倍的股票(这是彼得·林奇的招牌语)的话,因为"知名成长股的市盈率通常最高。价格上涨引来注意,反之亦然——但有其极限。最后,它们的业绩回归正常,成长率将消失。我不希望必须夺门而逃,更不想最后才逃出来。大型成长股有时会跌落泥潭中,这时我才想捡——但即使在这时也会有所节制。"

第三大风格要素"收益率"是指股利除以股价的百分比,如果一只股票价格为10美元,股利是5美分,它的收益率就是5%。价值投资者一定是强调股利的,格雷厄姆早在《证券分析》一书中就指出,收益率是公司成长中较为可靠的部分。聂夫的温莎基金的涨幅平均每年超过标准普尔500指数3.15%,其中股利回报率达2%,若没有它,温莎只跑赢大势1.15%。要论收益率,低市盈率又有甜头可尝了,同是两只每股利润2元、发放股利都是0.5元的股票,但股价分别是20元和50元,市盈率10倍的收益率是2.5%,市盈率25倍的只有1%。

第四大风格要素"总回报率"(total return)是每股利润增长率加上收益率之和。所谓的"总回报率和市盈率之间关系绝佳"是温莎的经验数据,也即聂夫喜欢买市盈率等于总回报率一半的股票。聂夫自己也承认,到了20世纪90年代中,这个目标愈来愈难以实现了。成长股爱好者有一种说法,市盈率大致应向每股盈利增长率看齐,也就是说如果每年增长15%,市盈率就是15倍,相比每股盈利增长率,收益率(股利)总是较低的,聂夫的折半价的要求确实难了。

作为一个典型的价值投资者,聂夫对成长股只看盈利增长不看股利的标准大惑不解,"成长率15%,加上收益率1%的股票,市盈率通常是成长率11%、收益率5%的股票的两倍,这一点我一直想不通。"因为即便从税负方面考量,总回报率一样的两只股票的市盈率不至于相差这样巨大啊。当然,从成长理论看,这还是"很容易"回答的,它们反映了不同的成长预期啊。成长与价值虽是"堂兄弟",但志趣有距离且不小。

三

上述是聂夫的低市盈投资哲学,他还有一个较别致的"衡量式参与"(Meas-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

ured Participation)的策略。传统的投资组合策略是行业配置，先看好哪些行业，然后从中选择股票，另外就是选择自上而下或自下而上的投资策略，前者是指先看宏观经济，然后判断哪些股票可能受到有利的影响；后者则直接判断个股的优劣。“衡量式参与”却不局限于上述策略，它把投资品种分成四个大类——高知名度成长股、低知名度成长股、温和成长股与周期性成长股。温莎基金参与每种类别的股票，而不管行业的集中程度如何，只要投资价值最高就行。

当然，“衡量式参与”的灵魂还是低市盈率哲学。高知名度成长股除非最终崩盘而被打入深渊，市盈率肯定是不低的，温莎的参与程度极低，它们在基金的资产中很少超过8%或9%。低知名度成长股的盈利增长率和大型成长股相当，甚至有过之而无不及，但由于规模小、知名度低，只好坐在冷板凳上。温莎基金通常持有低知名成长股的比例在25%以下，它们的特点是：预估成长率在12%～20%，市盈率为个位数(6～9倍)，处于容易了解的行业；在明显的成长领域中，居于主宰或举足轻重的地位；历史盈利增长率纪录完美(达两位数)；大部分情况中，收益率为2%～3.5%，等等。不过，聂夫提醒大家注意，低知名度的成长股风险很高，其中每五只股票就有一只因基本面不良而下跌——不见得总是到了破产的地步，而是失去成长率，市盈率也随之滑落，结果沦落为普通公司。

第三类是温和成长股，“涵盖华尔街上聪明人嗤之以鼻的广泛范围”。聂夫对它们的兴趣很大，因为它们的市盈率低，而且盈利很少一年增长超过8%。由于成长率不高，从低水准翻扬的市盈率可以带来可观的获利。即使撇开成长展望不谈，温和成长股通常能在艰困的市况中守住原来的价格水准，另外还在于它们发放股利时的收益率高于一般水准，有时会达到7%。

第四类周期股已在上面谈过，只是聂夫又把石油和炼铝等基本商品周期股与汽车、航空和住宅营建等消费性周期股区分开来，原因是后者的一些股票的周期性越来越淡，使得这个类别的投资更为棘手。例如由于管理趋严和更具成本意识以及经济的周期性减弱，汽车业的波动起伏就不如以前那么明显。利率长期偏低或合理，一般情况下也会延长住宅营建的周期。

如果说聂夫与格雷厄姆有什么大不同的话，就是他并不相信过多的组合投资会分散风险。聂夫回忆自己在温莎的第一天起就下定决心，一见到可望获得高回报率的投资标的，就要建立特大号的仓位，好创一番大事业。“打安全牌只会使投资组合平淡无味，永远成不了什么气候。分散投资只能得到平庸的成绩。”温莎管理110亿美元资产时，他们持有60只股票，而且持股最多的10只股票约占整个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

基金的40%。温莎四分之一的资产投资于石油类股时，3只石油股票占了其中绝大多数。

低市盈率投资哲学及衍生而来的“衡量式参与”策略让聂夫可以自由选择股票配置，他会加倍投资于某些行业或砍掉几个行业的仓位。

一起追逐主流股票的羊群效应已成为共同基金业的常识，即使有独立思维的基金经理也会考虑市场的权重，在权重大的行业里多投资一些股票，这样与指数不会有太大的差别，毕竟共同基金的考核标的是能否跑赢指数。聂夫却对此不以为然，例如，石油和石油服务类股票约占标准普尔指数的12%，但在不同的时期，石油类股所占比例可以高达温莎基金的1/4或低达1%。“遭冷落时，我们买它们。受宠时，我们卖它们。”



约翰·聂夫

（图片来源：百度图片）

曾有一两次，聂夫根本没持有标准普尔指数前50大成分股中的任何一种。有一次，温莎持有最多的标准普尔指数成分股是美国银行，当时它的市值在标准普尔指数成分股中排名第67位。20世纪80年代初，食品类股占温莎资产的8%以上，是它们在标准普尔指数中权重的四倍。1990年和1991年，温莎的投资重点放在金融服务类股上，占整个资产比例的35%，而它们在标准普尔指数中的权重仅有10%左右。

只要价值低估，聂夫什么行业的股票都介入，如高科技股、航空股和汽车股等等。聂夫曾最讨厌20世纪70年代初的“漂亮50”股票，也因它们的流行而使温莎基金所持的股票大为冷落，一度业绩很差。但当“漂亮50”泡沫崩溃后，聂夫毫不犹豫地投资其中不再漂亮却仍有价值的股票。

我们已经说过，聂夫不喜欢寻找“翻10倍的成长股”，而且，他在一只股票一次可以获得几倍的收益时，一般不会等到涨10倍才抛出。

在谈到温莎卖出股票的标准时，聂夫说了这样一段耐人寻味的话：“如果关于一只股票，我们能说得最好事情是‘可能不至于下跌吧’，那么这只股票便在等候出售名单之列。”

聂夫强调的是，买得成功的股票不会告诉你何时应该卖出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

除了挑选市盈率低的好股，温莎的绩效有赖于坚定的售股策略。这一点如果不是最重要的，也是同等重要的。只要基本面安然无恙，我们不介意持有股票3年、4年或5年，但我们也不会因此而不马上获利了结。有些时候，我们持有股票短至一个月或以下。

爱上投资组合中的股票很容易，但我也要加上一句：这种情况非常危险。温莎持有的每一只股票都是用来卖的。在这一行中，如果你不能压抑自己的热情，最好能够红运当头，否则就要倒大霉。在你想要吹嘘某只股票买得多漂亮时，也许正该卖出了。

聂夫继承了格雷厄姆对市场激情的敏感乃至厌恶的秉性，在书中经常出现这样的字句：

炮声隆隆中买进，号角声响起时卖出。（法国谚语）

这次投资热潮，站在正确的一边，感觉真好，但更美好的是在正确的时机出场。我们在1980年左右卖出最后一张天帝股票。15年后，我们可以用相同的价格买回。

我们不断把市场的激情换成金钱。

一些投资人张大眼睛，追逐一夜致富的诱人美景，没有比我更感谢他们的人了。

如果有人要当冤大头，不用客气，我们乐于配合他们。

像几乎所有的价值投资者那样，聂夫对集体狂热唯恐避之不及：

趋势狂热之后，群众便会相互应和，无法自拔。如果我不这么想，不妨试着做这件事：下次参加说明会时带头鼓掌，或者下次去听热闹的音乐会时，第一个起立喝彩。大部分人不跟着起哄很难，但对我来说，买价格低迷的股票更难。

市场一向愚不可及，投资人经常会忘了过去，对此聂夫还说了一个有趣的故事：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资人往往自取其败。就像两位猎人雇了一架飞机,载他们到加拿大荒野中的麋鹿狩猎区。抵达目的地后,驾驶员同意两天后飞回来载他们,但提醒他们,飞机只能为每位猎人载一头麋鹿。太重的话,引擎吃不消,飞机恐怕没办法飞回家。

两天后,驾驶员回来了。尽管先前已经有警告,每位猎人还是都杀了两头麋鹿。驾驶员说,太重了。"但是去年你也说过同样的话,"一位猎人说道,"还记得吗? 我们每人各多付了1 000美元,你还是把四头麋鹿都载起来了。"驾驶员勉为其难答应了他们。飞机终于起飞了,但一个小时后,油量偏低,引擎噗噗作响,驾驶员迫降地面。两位猎人满眼金星,但毫发无损,爬出飞机残骸。"你知道我们在哪里吗?"其中一位问道。"不太确定,"另一位答道,"但看起来很像是去年坠机的地方。"

价值投资者有时也被称为"反向投资者",聂夫也不例外,但他提醒我们要当心过犹不及:

注意:不要只因与众不同而沾沾自喜,反向操作者和冥顽不灵只有一线之隔。我尽情享受买进股票的机会,但也得承认有时群众是对的。到头来,你必须看对基本面,才能获得奖赏。

温莎能有那么好的成绩,并不是靠每次都与人唱反调得来的。死不悔改、为反对而反对的反向操作者,终将招致悲惨的下场。精明的反向操作者保持心胸开阔,了解历史,也懂得幽默。

投资领域中几乎每一件事情都有可能走过头,包括反向操作在内。它的可取之处因人而异,看如何解释而定。有些时候,重价值、收益率的投资方法有人追随,却令人有不安全感,因为危及始终如一的实践者。但这些投资人十分广泛,各色人等都有。虽然需要一些自制精神,但成功的方法靠的是判断,一成不变地照反向操作的公式去做,注定自取其败。

四

能免于群体狂热,除了个人判断力之外,还需要坚强的意志力执行原则。"9・11"事件后,美国人要与几乎所有的死对头决战。布什借口萨达姆有大规模

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

杀伤性武器，挑起伊拉克战争。战争前夕，联合国内各方激辩，我看了转播，联合国的调查人员说伊拉克没有大规模杀伤性武器，代表美国的国务卿鲍威尔硬说有。伊拉克过去有没有大规模杀伤性武器，我们不知道，但现在肯定没有。因为萨达姆深知美国武力的强大，若偷偷拥有点厉害的家伙只会自取其辱，那些大规模杀伤武器也早已销毁。这是简单的政治选择，曾在第一次海湾战争中表现神勇的鲍威尔何尝不知道这一点，但他没有我们中国人超脱，只能睁着眼睛说瞎话。当时已准备 2008 年竞选总统的克林顿夫人希拉里也支持对伊战争，她是布什的政治对手，又有聪明的丈夫作为参谋，照样难以幸免。群体狂热要比大规模杀伤性武器更有威力。

一旦碰到股市大泡沫，就是价值投资者的噩梦。聂夫最惨的是在 1971 年至 1973 年的“漂亮 50”时代，累积绩效落差标准普尔 500 指数 26%。1970 年 5 月美国股市从低点反转，短短 6 个月激升了 40%，投资人的胃口从强调品质转为对较具投机性的股票产生兴趣。温莎踏进 1971 年的多头市场后，便在一年内落后标的 5%。1972 年，温莎活得更为“危险”，市场愈加热衷于所谓“漂亮 50”的少数成长股，而聂夫只顾买入低知名度成长股、温和成长股和周期性股，一点都不“漂亮”。聂夫所持有的唯一受人膜拜的股票是 IBM，因为只有它是“漂亮 50”中价格唯一合理的。1972 年 11 月 14 日，道指首次冲上1 000点大关。1973 年年初仍极度狂热，不过在 1 月底道指滑落到1 000点以下，市场无力回升，11 月初，道指仍在 948 点以上，11 月底却跌到 823 点以下，跌幅高达 13%。

聂夫感叹道：“我观察市场 20 年，没有看过跌势之快如此凄惨。”“我不曾见到过市场对盈利支撑如此无动于衷，以前的好公司可以在跌势市场中因为盈利不错而获得支撑。”

从不管什么价格都买到不管什么价格都卖，1973 年不仅使温莎落后于标准普尔 500 指数约 10 个百分点，而且净值下降了四分之一。1962 年温莎如此浴血时，基金经理被撤换了，聂夫虽仍然自信，压力肯定也很大，他在年报中引用了本杰明·富兰克林的名言安抚人心：“诚信；辛勤如一；保持耐心。发挥勇气，自立自强。怀有远大的抱负，并且勤奋工作。不屈不挠、能干、善于判断是非。培养远见和想象力。”

1974 年道指续跌，并在 12 月跌到 577 点的低点。但“蓝色恐怖”过后，温莎大赢，从 1976 年之后的三年中，温莎的涨幅超过标准普尔 500 指数 63%。

1974 年年底，聂夫终于松了一口气，他写道：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

5 年来艰苦地对抗价格过高的单一股群活蹦乱跳的局面,1974 年结束时,温莎伤痕累累,但没有屈服。我们一如既往,坚守低市盈率的投资哲学,即将见到自己是对的。

多年以后,聂夫回忆道:

在某些观察家的眼里,温莎似乎是与时代脱节的,因为在狂飙年代的激情日子里,我们找的却是牛皮股。但依我之见,我们并没有与市场脱节;是市场与现实脱节。现在这么说,对当时那段经验并不公平。事后回顾,如今每个人都承认"漂亮 50"的现象注定要破裂。但在那时候,连一般理智的投资人也相信,由于盈利增长无止境,而股票供应筹码有限,资本利得将永存不朽。

《约翰·聂夫谈投资》的开场白我读过许多遍,尤其是在投资不顺的时候更为受用。这篇《花旗的冒险故事》最典型地反映出聂夫不屈不挠的精神。20 世纪 80 年代,美国的许多银行都遇到了大麻烦,直至 90 年代初,人们都认为它们无药可救。聂夫并不这么看,他大量买入这类股票,如在 1987 年买入美国银行,后来枯木逢春,股价涨了 8 倍以上。但聂夫投资花旗银行就不那么幸运了,花旗银行 70 年代初还是"漂亮 50"的成员,是股市中家喻户晓的成长股。后来成长性减弱,失宠于投资者,到了 1987 年,由于受到它在拉丁美洲放款失败等负面因素影响,它的市盈率才 7～8 倍,温莎大力买进。但到 1990 年年初,美国的房地产市场一团糟,花旗也因有关贷款受到影响。聂夫认为,花旗的信用卡消费业务经营得有声有色,便买了更多的花旗股票。不过,花旗股价仍不见好转,而且愈来愈糟,聂夫常去花旗银行董事长里德那儿相互交流。里德虽已焦头烂额,却与聂夫一样不眠不休地工作。聂夫不由得关心里德的个人生活,劝他不要放弃打高尔夫,放松一下。

到了 1991 年,在温莎投资的银行股票中,只有花旗的业绩不如预期。温莎平均持有花旗的成本是 33 美元/股,而当时的价格是每股 14 美元,聂夫又买进更多的花旗股票。

但这不能阻止花旗股价继续下跌,这时,媒体对花旗已出奇地愤怒,《商业周刊》1991 年 10 月号的一则标题为"花旗的噩梦愈来愈糟",12 月号的《机构投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

者》索性用一篇特别报道配上全页的死鱼照片来表达华尔街的感受，很多人都认为花旗要破产。为了平息谣言，花旗不得不公开宣布，主管机关并没有让它倒闭。

而此时温莎持有花旗股票 2 300 万股，市值 5 亿美元。

1991 年年底，美国众议院银行委员会主席约翰·丁格尔暗示花旗可能技术性破产，而且花旗一家亚洲分行在遭到挤提。花旗股价下滑到 8 美元/股左右。

聂夫却不为所动，不卖出一股花旗，仍坚持公司的盈利将止跌回升。

1992 年年初，花旗的盈利终于明显回升，股价一年中大涨了 43%。1993 年，股市十分疲弱，花旗又上涨了 24.7%。聂夫总结道：

> 温莎投资花旗忽上忽下的经验说明了很重要的一点：投资要成功，不需要靠光彩夺目的股票或多头市场，判断和坚持信念是我们的先决条件。利用判断力可以找出好机会，坚持信念可以在别人争先恐后往某个方向跑时屹立不摇。花旗的例子说明了这个挑战。对我们来说，丑股票往往是美丽的。

在中国内地，最知名的海外基金经理是彼得·林奇，在美国也是如此。但我们同样应该关注价值型投资基金经理，他们与林奇的风格大不相同，但成绩也相当不错，聂夫就是其中的佼佼者。

其实，我们把林奇和聂夫的风格比较一下，就会觉得很有趣。林奇是兔子，聂夫是乌龟，与传统的龟兔赛跑故事不同的是，林奇是只勤奋的兔子，聂夫是只激情的乌龟，谁都不比谁差。读林奇的书，总会让人豪情万丈，以为自己明天可以找到一大把成长 10 倍的股票；读聂夫的书，会觉得投资很难，也许你终于找到了一只成长十倍的股票，可由于你没有坚忍的耐力，结果是亏损出局。他们的书，我都喜欢。但我肯定，林奇的书要比聂夫的书好卖得多，也就是说，大多数人还是喜欢林奇的。

《约翰·聂夫谈投资》的最后一段话确实精彩，不妨就此打住：

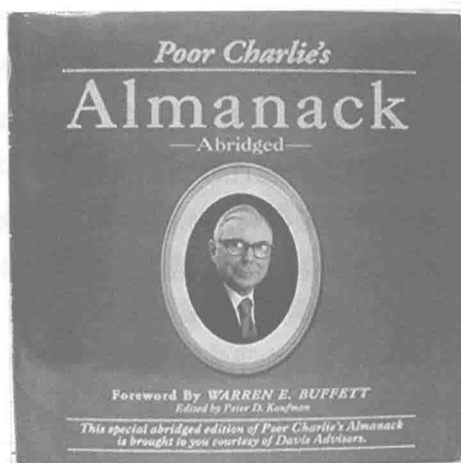
> 我认为成功并非来自个人的天分或令人目眩神迷的眼光，而是来自节俭的天性和懂得从各种教训中学习。我历久弥新的原则植根于此，而这个原则拥有无法磨灭的市盈率投资法的优点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

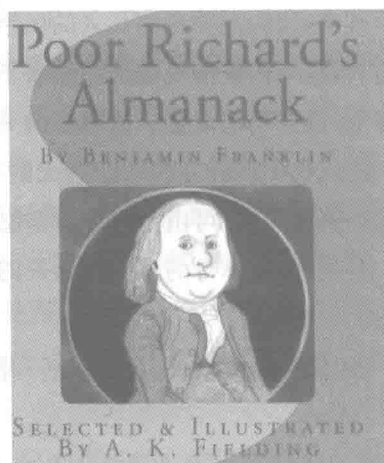
富兰克林的财富观

一

不言而喻，巴菲特的投资理念主要来自格雷厄姆的证券分析传统，但作为一个具有独特价值观的商人，巴菲特又源自何种传统呢？20世纪90年代，我曾读过一本名为《一个美国资本家的成长》（罗杰·洛文斯坦著）的巴菲特传记，印象颇佳，至今还时时琢磨书名的意味。2006年，朋友从伯克希尔股东大会上带回一本巴菲特合伙人芒格的文集，书名为《穷查理年鉴》（*Poor Charlie's Almanack*），封面上赫然写着"穷查理"的字样，让我想起来《穷理查历书》（*Poor Richard's Almanack*），是另一本名著，作者是美国开国元勋之一的本杰明·富兰克林（1706～1790），难道他与巴菲特"一伙"有很近的精神血缘？近来，我将《穷理查历书》与《本杰明·富兰克林自传》仔细一阅。



《穷查理年鉴》



《穷理查历书》

这两本书，我在十几年前都翻过，却没什么兴趣，也许它们太"实在"了吧。说起自传，我当时喜欢英国历史学家吉本与德国诗人歌德的自传，歌德感叹"年轻时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的梦想，老年得以实现”；吉本流连于古罗马废墟差点晕过去，回来后终于完成了巨著《罗马帝国衰亡史》，多么有意思啊。

今天重读本杰明·富兰克林的书，其中散发出的功利和世故气息依然如故，可我毕竟年已不惑，觉得书中有更多的东西可发掘。

多才多艺的人有的是，但像富兰克林在这么多领域中都很“专业”、与达·芬奇等“文艺复兴式人物”遥相呼应的倒也少见。政治家、文学家、经济学家、外交家、出版家、科学家、发明家、慈善家和实业家，富兰克林都名副其实。就以科学家和发明家身份而言，富兰克林利用风筝与钥匙实验，证明闪电是电的一种，并发明了避雷针；他设计出了美洲医学史上第一根柔性输液管；他发明了商店里的爪钩（装在竿子上，是一种用来取下放在高架上面物品的机械手）；他发明了“开式火炉”（一种铸铁制的嵌入炉，可以比一般壁炉燃烧更少的木材，却能达到更佳的保暖效果）；他提出了吸热理论，发布了墨西哥湾流的测量结果，找到了追踪暴风雨路径的技巧，等等。富兰克林的名字，是我在青少年时代从描绘他测试闪电的小画书上得知的。

要了解本杰明·富兰克林的创业生涯，最好读他的自传。1683 年富兰克林的父亲乔赛亚·富兰克林从英国来到“新大陆”的波士顿寻求新生活，但妻子安妮产下第七个孩子之后去世了，乔赛亚娶了第二个妻子，又生了十个孩子，排行第八的便是富兰克林。尽管富兰克林聪明好学，但拥有这么多人口的家庭却无法提供他上大学的资金。1718 年，只上过两年学校的富兰克林被送往哥哥詹姆斯的印刷厂当学徒工。冷酷的现实是，詹姆斯对 12 岁的弟弟非常苛刻，与他签订了师徒合同，规定弟弟要为哥哥工作到 21 岁，直至合同有效期的最后一年，富兰克林才能拿到工资。工作之余，富兰克林勤于读书和写作，还在报纸上发表文章。4 年后，富兰克林辞别哥哥的印刷厂，哥哥恼羞成怒，唆使波士顿所有的印刷商都不要雇用富兰克林。1723 年 9 月，富兰克林只得离乡背井，来到纽约，却找不到什么工作，几经周折，他乘船终于又来到费城。在自传中，富兰克林形象地描述了自己初次进城的穷困潦倒相：身上肮脏不堪，口袋里塞得满满的全是脏衬衣和脏裤子，没有亲友，也没有地方栖身，缺少睡眠，疲乏劳顿，饥肠辘辘。富兰克林在船上帮忙做工，船主不收他船费。有意思的是，几乎身无分文的富兰克林却硬要船主收下一先令的铜板。事后回顾，富兰克林倒也诚实：“有时候一个人身上钱少，倒比钱多时出手大方，这或许是出于不愿让别人觉得自己没有钱的缘故吧。”

几天后，富兰克林在一位名叫凯莫的印刷商那儿找到了工作，但他很快发现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

老板对印刷业务毫不精通，便想自己创业。这时，宾夕法尼亚总督基恩突然造访，愿意支持富兰克林，介绍他去了英国。令人哭笑不得的是，富兰克林登上了前往英国的船只后，才发现总督只是一位说大话的先生，“他想要取悦每一个人，可是他又没有什么可给别人的，所以他只给别人期望。”

富兰克林在伦敦——这个当时世界上最大的城市中呆了一年半，继续熟悉印刷业务，长了不少见识，交了不少朋友，读了大量的书，1726 年 10 月又回到了费城。

对于富兰克林来说，费城的最大变化是他的未婚妻里德小姐嫁给了别人。去英国之前，富兰克林已向里德小姐求婚，但她妈妈对富兰克林的信心不足，没有答应他们立即成婚。来到英国后，富兰克林渐渐把和里德小姐的誓言丢在脑后，只给她写过一封信，告诉她自己一时可能回不去。这就铸成了大错。不过，里德结婚后，因丈夫品行不端，很快就与他分手了。

富兰克林先是与有资金的朋友合伙，然后独资创立了一家印刷所。18 世纪初的费城还是个很冷清的小城，当地的商人俱乐部认为，既然城里已有了凯莫和布雷德福德两家印刷所，新开的一家必然会倒闭。然而，富兰克林早出晚归、克勤克俭地工作，他的认真劲给人们留下了很深的印象。有一天夜里，富兰克林排完了版，满以为一天的活计已经结束，但不小心弄坏了一个版面，其中有两页铅字还弄得颠倒错乱。他立刻把版拆开来重新排字，“这种勤奋精神，邻居们看在眼里，对我们产生了信任感，也带来了荣誉。”

作为一个创业家，富兰克林有清醒的自觉：

为了赢得一个商人的信誉和品格，我小心翼翼地注意不仅在生活上勤勉、节俭，还注意不能在外表上给人们留下相反的印象。我衣着朴素，不去那些百无聊赖的娱乐场所，人们在那些地方从来见不到我的身影。我也不出去钓鱼或者打猎，只是读书有时会影响我的工作，不过这种情况很少出现，也无人发觉，所以并没有引起非议。为了表明自己从事生意是脚踏实地的，我有时把从商店里购进的纸张用手推车运回家。就这样我受到了人们的尊重，人们认为我买货付款从不拖欠，是一个勤勤恳恳、事业兴旺的年轻人。那些进口文具的商人都喜欢我前去光顾，有的商人还愿意为我供应书籍。所以，我的事业十分繁荣发达。但与此同时，凯莫的信誉和业务却日渐衰落，最终被迫盘出了印刷所以偿还债权人的债务。之后，他去了巴巴多斯群岛，在那里穷困潦倒，混了几年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

除了勤勉节俭之外，富兰克林从不讳言因其擅于写作和有思想为他带来了生意。当时费城所在州的流通纸币偏少，通货紧缩，富兰克林匿名撰写、印发了一本名为《论纸币的性质和必要》的小册子，大力鼓吹多发行纸币，结果赢得了胜利。"我在议会里的朋友认为我在其中发挥了某些作用，应该让我承印纸币以示褒奖。这是一笔利润丰厚的业务，对我具有很大的助益。此外，能够写一手好文章也是另外一个优势。"其后，富兰克林通过朋友又承接了州政府的许多印刷业务。

凯莫的印刷所失败后，费城只有布雷德福德和富兰克林两家印刷所，布雷德福德倒并不在意富兰克林的印刷业务，但他想封杀富兰克林新办的报纸《宾夕法尼亚公报》，因为布雷德福德已经拥有一份报纸，且是邮局局长，他禁止邮局发送富兰克林的报纸。没有发行量，广告业务就上不去，富兰克林在自传中也不讳言："我是贿赂了邮差后，让他们偷偷发送报纸的。"《宾夕法尼亚公报》反映出富兰克林广泛的兴趣爱好，他撰写的有关天气、有关血液循环、有关地震原因的文章（有一篇文章是《论怎样使河流适合于航行》），大受读者欢迎，富兰克林赚取了丰厚的销售利润和广告利润。

世上写自传的人很多，却鲜有传于后世的。自传非常难写，不真实，没有生命力；真实了，又容易遭人非议。汉朝的王充仅因自叙家世，把祖父辈说得不那么高贵，便被后人刘知几在《史通》里批判"盛矜于己，而厚辱其先"。20世纪的胡适先生到处号召别人写自传，说是有重大的学术和历史价值，他意想不到自己的"没文化"夫人江冬秀晚年时写了本自传，初稿曾在闺阁好友间传阅，大家都觉得非常精彩，连白话文文字都很出色，看得出做胡夫人的艰辛。可惜这本自传一直不曾出版，江氏去世后，他们的儿子祖望却将之一把火烧了。被喻为中国台湾"四大公子"之一的沈君山本想模仿沈三白的名传《浮生六记》也写一本"感情"自传，后来却承认没法写。

《本杰明·富兰克林自传》之所以流芳百世，是因为传主直面人生，写了自己不少人性上的弱点。其中有一段写他在英国受朋友拉尔夫之托照顾他的情人T夫人：

T夫人由于拉尔夫的原因，失去了不少朋友和客户，生活拮据，常常把我叫过去，求我尽可能借些钱帮她渡过难关。我渐渐喜欢跟她在一起做伴，我没有宗教戒律的约束，又对她的生活举足轻重，便利用这一点想对她非礼（这又是我的一个错误）。她以适度的憎恨拒绝了我，写信给拉尔夫，把我的行为告诉了他。于是，我们两人之间的关系破裂。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这种事富兰克林都能如此坦白，很不容易。还有一次，刚离开家乡的富兰克林坐船去纽约时，遇到两个结伴同行的年轻女人，他颇受诱惑，幸好同船一位主妇好言相劝，告诫轻信的富兰克林不要上当。到了纽约后，两女子告诉富兰克林她们住在哪里，并邀他前去。幸亏富兰克林受到警告没去，后来人们很快发现这两个妓女是小偷，警方查抄了她们的住处，富兰克林躲过了一劫。


美国开国元勋之一本杰明·富兰克林
（图片来源：搜狐文化）

富兰克林在费城创业后，有人替他做媒。富兰克林见那姑娘确实讨人喜欢，便正式向她求婚，希望她娘家能带来一笔陪嫁，以偿还印刷所遗留下来的不超过 100 英镑的债务。媒人回话说女方拿不出这笔钱。富兰克林说，他们可以把房产抵押给当铺来获得这笔款项。女方最终的答复是不同意这门亲事，把女儿也关了起来，不让两人接近。富兰克林很生气，怀疑女方的真正动机，与他们断绝了来往。

从字里行间看，富兰克林与女孩早已如胶似漆，到了无法分开的地步，但他却对陪嫁一事寸步不让，脑子太清醒了吧。经历此次事变后，富兰克林认真考虑自己的婚姻大事，但他很快发现：印刷业既然在一般人眼里赚不到什么钱，那也就盼不来陪嫁丰厚的妻子，除非是陪嫁丰厚、长相却不中意的妻子。蓦然回首，富兰克林与郁郁寡欢的里德小姐再续情缘，于 1730 年结婚，婚后生活也算美满。

当然，富兰克林也不是将所有的私生活和盘托出，他有一个不是里德所生的儿子，历史学家不知道这个儿子是和谁生的，猜测他可能出生在 1729 年到 1730 年间，也就是在富兰克林结婚的前夕。

二

本杰明·富兰克林在自传中也流露出一些做人做事的技巧或世故。

当时美国的书籍又贵又少，主要靠进口。富兰克林想出了一个办法，请朋友们把各自的书籍捐出来，组成“共读社”，让大家一起分享，后来它演变成美国首创的会员收费制图书馆。在整个过程中，富兰克林并非一帆风顺，事后他总结道：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

推行一项有益的事业，不宜以倡导者的身份自居，这样做反而有可能让人们怀疑你是在乘机抬高自己的声望，哪怕是稍稍超过你的邻里，而把这项事业付诸实施所需要的正是他们的协助。于是我尽量不突出自己，说这是几个朋友的计划，他们要求我出面，向他们心目中爱好读书的人进行推荐。这样一来，事情做起来就顺利得多，以后遇到相同的场合我也总是这样做。由于我这样做事不断获得成功，所以真心把这种做法推荐给大家。眼下你所牺牲的一点点虚荣心，日后可以得到丰厚的回报。倘若一时不能确定应归功于谁，比你还要虚荣的某某人可能就会在诱惑之下，自称是他的功劳。然而，那个人会受到旁人的嫉妒，这样到头来也会还你个公正，把那些僭取走的翎毛拔下来，还给它们真正的主人。

说话写文章，富兰克林也很有一套：

我跟自己约法三章，克制产生与他人看法直接对立的情绪，避免发表断言自己是正确的意见。我甚至按照“永图社”那些旧有的规章制度，禁止自己使用英语中那些表示肯定意见的字眼或者说法，凡是遇到诸如“自然”啦、“毫无疑问”啦之类的字眼，我都代之以“我认为”“我估计”或是“我猜想”这个问题是这样的，或者说这个问题“就我目前看来”是这样的。我觉得别人说错了的时候，也不要为了自己的痛快，直接予以生硬的反驳、立刻指出他所提意见的荒谬，而是在回应的时候，首先表示在某些方面或者情况下，他的意见或许是正确无误的，尔后再说：但就眼前的情形而论，在我看来“似乎”或者“看起来”还是有些不同的，等等。很快，我就发现改变说话态度的好处是我和他人的交谈可以进行得更加愉快。我提出自己见解的谦逊方式，使听的人减少了抵触情绪，增加了接受意见的准备。而且，当我发觉自己错了时，也不至于过分困窘；凑巧自己的观点正确时，也能更加轻易地说服人们放弃错误，采纳我的观点。

当时许多美国家庭不买书籍，却购买历书(年鉴)。1732 年，富兰克林自己编纂的历书首次问世，假托一个叫“穷理查”的人以谈论生活经验的形式写成，大约连续出版了 25 个年头，通称《穷理查历书》。由于着眼于趣味性和实用性，所以《穷理查历书》需求甚大，年销售量万余册(考虑到当时的美国人口，这个发行量是很惊人的)，使富兰克林获利颇丰。凡是日历上重大节日之间的小空白处，富兰克林都印满了格言和谚语。“它们大半是劝导人们把勤奋和节俭当作致富的手段，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从而培养人们的美德。而对于一个手头拮据的人来说，要想做到一贯诚实，则是十分困难的，因为正像书中的一则谚语所说的那样：'空麻袋，立不直。'"

这些格言和谚语蕴含了历代各民族的智慧，并非富兰克林的首创，但经他搜集编写，渗透着自己的处世之道与财富观。正如自传中所引用的"空麻袋，立不直"看似直白和简单，恐怕也是富兰克林当年穷困潦倒时的自我经验总结吧。

富兰克林的交友之道很细腻聪慧，《穷理查历书》多次提到"拜访朋友可以增进友谊，但不必常去"和"鱼留三天发臭，客留三天讨嫌"等，提醒大家要注意即便哥儿们关系再好，都要保持一定的距离。

《穷理查历书》中还有许多经验之谈与我们一般的"大道理"相违背，显得很"现实""功利"，乃至"城府很深"，如：

是熟人但无友情，有友情但无权力，有权力但无主见，有主见但无效力，有效力但无收益，有收益但无美德，终究一文不值。

劝人要谈利益，不要空讲道理。

对谁说出你的秘密，你就成了他的奴隶。

人有三挚友：老婆、老狗和现钞。

讨价还价不算丢脸，小贪小占才是没脸。

借钱给敌人，俘获他；借钱给朋友，失去他。

卖东西的只需一只眼睛，买东西的要有一百只眼睛。

不探听秘密是明智的，不暴露秘密是诚实的。

如果你想知道金钱的价值，去问别人借点试试看。

"穷理查"世故的背后是睿智与对世态的洞察，如：

检验金子的是烈火，检验女人的是金子，检验男人的则是女人。

知道大多数药物没用的医生才是最好的医生。

有学问的愚人比无知的傻瓜还要傻。

好律师糟邻居。

对吝啬鬼说他有钱，对女人说她年纪大，前者不会给你钱，后者不会给你好脸色。

高谈阔论的人不应该有耳朵，因为他们不需要耳朵。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

财富从天而降，要停下来好好想想。

债务的背上骑着谎言。

若不想让敌人知道你的秘密，对朋友也要保密。

对看得见摸得着的东西，人们的看法时时不同；而对看不见摸不着的东西，他们可能会意见一致。

让所有的人了解你，但别让人看透你；水浅乱脚踏过，心浅易遭人欺。

经历是一所宝贵的学校，而傻瓜什么也没学到。

人人都可吹嘘自己诚实，但没几个人可吹嘘自己聪颖。

休闲的生活和懒惰的生活是两码子事。

骄傲犹如痛风，难以彻底治愈。

买不值钱的东西让许多人败了家。

大多数傻瓜认为自己仅仅是无知。

聪明的人从他人的教训中学习，蠢人则从自己的苦头中受益。

致富之道大都在于节俭。挣钱的本事有高也有低，省钱却是每个人都能做到的。

换床治不好发烧，改行心情也是一样糟。

谦逊是美德，忸怩却是缺点。

压抑第一个欲望容易，满足接踵而至的欲望很难。

高傲的人讨厌高傲——在别人身上。

发火总有理，但鲜有好道理。

落魄时，没人认识你；得意时，你不认识你自己。

有学问的傻瓜比无知的人更会用漂亮话来掩饰自己的无知，但还是会胡说八道。

人们掩盖错误要比改正错误更尽心尽力。

干的最快的是眼泪。

让傻瓜闭嘴不礼貌，让他说下去则不近人情。

拉拉杂杂抄了这么多格言，让我想起少时也喜欢收集摘抄名人伟人的字句，作为励志之用。但这里有个重大的差别，“穷理查”想让人成功和致富，首先是要让你聪明起来。或者说，这是聪明人对聪明人或想成为聪明人的一些教诲，那些不带耳朵、不用心体会、自作聪明的人，看了也是白看。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

《穷理查历书》中简朴的格言表述有时也遮蔽了富兰克林对人性的洞察力。1787 年富兰克林参加费城的制宪大会时已经 81 岁，是会上最年长的元老，他没有力气发言，只做了书面建议：

只是在行政首长的薪俸问题上，我冒昧地有一些不同看法……我认为，给长官支薪会有弊端，不给支薪倒不会有弊端，相反会有很大的好处。世间有两种强烈的爱好对人间事发生着强有力的影响，这就是野心和贪心，也就是爱权和爱财。如果把它们拆开，那么，这两爱之中任何一爱就可以成为推动人们发挥干劲的一种强大力量。但如果把两者联成一体，那它们就会对许多人产生极强烈的作用。对这些人而言，如果他们看到某一位置既能带来荣誉，又能带来利润，那么，他们就会什么事都干得出来，以便谋取这样一个位置。这些人将设法挤进你们的政府，成为你们的统治者。

这就把“高薪养廉”的危害性讲透了。

三

德国社会学大家马克斯·韦伯有个著名的“资本主义与清教伦理”论断，来到新大陆的信徒认可加尔文新教理论，即死后是否被上帝选中进天国，主要是看你在尘世间勤勉致富还是好逸恶劳。本杰明·富兰克林是美国最早的一代创富者，人们经常引用他的“道德的完美计划”作为例证。富兰克林把美德划分为节制、少言、条理、决心、节俭、勤奋、诚实、正义、中庸、清洁、宁静、贞洁和谦恭 13 项，并出了一本小册子，对每一种美德相继进行一个礼拜的严格检验，如果违反，就标个墨点，用 13 个礼拜的时间完成全部过程，每年循环 4 次。


马克斯·韦伯
（图片来源：百度图片）

这就仿佛园丁一样，他想除去花园的杂草，但他没有力气和能耐，不可能做到毕其功于一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

役，只能每次锄去一个花床里的杂草，锄完第一个花床，接下来再锄下一个。所以，我希望通过接连不断地清除行列里的黑点，通过看到每页标记的在培养美德方面所取得的进步，而感到欢欣，受到鼓舞。最后，经过数次循环，在十三个礼拜的每日反省后，能够看到一尘不染的表格，我将非常欣慰。

这种近乎小学生般认真的刻苦磨砺心志，无非是想培养终身的良好习惯，富兰克林把它比作每日临帖写字，尽管写出来的字不像所希望的那样可以与字帖相媲美，毕竟经过这种努力得到了提高，字迹俊美而清晰，或可差强人意。到了富兰克林 79 岁写自传时，他反省“道德的完美”计划，把自己能保持健康长寿归之于“节制”，把早年得以发迹、成就了安逸的生活等归之于“勤奋”和“节俭”，把国家对他的信赖以及所托付给他的光荣职责归之于“诚实”和“正义”。富兰克林同时承认，他缺乏“条理”已积习难改，而在人类的天生情绪当中，“骄傲”又是最难以克服的，无论一个人使出怎样的浑身解数去伪装它、压制它、窒息它、克服它，它仍然会存在，会不时浮出水面。“即使我自认为已经完全克服了它，我也还会为自己的‘谦恭’而‘骄傲’。”

写自传没有适当的自傲是不可能的。富兰克林曾甜滋滋地回忆：

孩提时代，父亲在教训我的时候，经常跟我说起所罗门的一句箴言：“你看见办事殷勤的人吗，他必站在君王面前，必不站在下贱人面前。”从那时起，我就把勤勉视为获得财富和出人头地的手段。虽说我从来没有想到真正“站在君王面前”，但这句箴言还是鼓舞了自己，而且后来还真的应验了。我真的站在了五位君王面前，甚至有幸同其中的一位即丹麦国王坐在一起共进晚餐。

当然，聪明的富兰克林很清楚，他的“道德完美追求”对别人而言可能是很大的压力，光亮的斧刃即使很好，也需要时刻打磨。人的天性是疏懒的，为了免于自责，人们索性说“带着锈迹的斧子是最好的”，而光亮的斧子反而是吹毛求疵，乃至有洁癖。“在道德方面，像我这样追求尽善尽美是一件愚蠢的事，万一被别人知道了，就会受到他们的挖苦。品格上的完美无缺，还会带来人们的嫉妒和厌恶。因此，乐意行好事的人应该让自己残留着某些缺陷，要不朋友们就会感到尴尬。”

不过，若细读自传，我们会发现富兰克林并没有如马克斯·韦伯所言，利用这些美德的加尔文主义价值来证明上帝行为的正确性。正如《富兰克林的实用精

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

神》的作者朱小琳所言:

他的全部道德态度都带有实用主义的色彩,他的修身养性出于认为美德能够成为成功的推动力,对进取的欲望具有实用价值。诚实之所以有用,是因为它可以保证信用,守时、勤劳和节俭也都如此,所以它们才称其为美德。由这些光明的手段获取的成功是唯一无可臧否的成功。

在自传中,富兰克林也有过类似的表述:

的确,"天启"的观念虽然于我不再那么重要,但还是抱着这样的看法:统而观之,某行为虽然就其本质来说并非因为"天启"的禁止就成为邪恶,或者因为"天启"的放行就成为善良。然而,可能的倒是:这些行为之所以被禁止,是因为它们本质上对我们不利,之所以得到放行,是因为它们本质上对我们有利。

富兰克林对宗教信仰也很敏感,他在《穷理查历书》中写道:

讽刺一个人的为人或举止虽然令人难受,但还可以忍受,若要拿别人的宗教开玩笑,那就是忍无可忍了。不管是因为易受别人影响,还是出于自我的坚定判断,人们对自己所信仰的宗教教义一般总是深信不疑的。老实真诚的普通百姓非常看重灵魂拯救,不容别人随便拿这个开玩笑。研究宗教的人们对宗教的信仰更多来自头脑,而不是心灵,但他们对宗教的狂热丝毫不亚于真正的信仰者。嘲弄或批评他们的信仰似乎是在轻视他们的智慧,当然会激怒他们,而他们反击时言辞之激烈、比喻之生动,一般人是望尘莫及的,更别提那些只希望与人为善的有教养的人们。

四

富兰克林说:"我宁愿人们说他活着是有用的,而不是说他死时很富有。"其实,这两点他都做到了。《富豪100人:从本杰明·富兰克林到比尔·盖茨——历史上最富有的美国人排行榜》(迈克尔·克莱伯等著)估计富兰克林的生前资产是15万美元,是费城最富有的居民之一。有意思的是,富兰克林的财产"不是来自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

他极力倡导的制造业或是发明，而是来自土地”。他在费城有好几所大房子和土地，在波士顿、新斯科舍、乔治亚州和俄亥俄州也都有资产。费城的地是在革命前买的，这个城市成为新兴国家的首都后地价飙升。在自传中，富兰克林提到有位费城的老绅士看似很聪明，老是预言将有灾难来临，“许多年来，他拒不购买住房，因为一切的一切行将毁灭。终于，我很高兴地看到他到底还是购买了住房，而且价格高于他开始预言凶兆时的 5 倍。”作为乐观者的富兰克林反其道而行之，房价涨幅也有 5 倍左右吧。

在美国开国元勋中，国父乔治·华盛顿最为富有，估计资产有 53 万美元，主要是大面积的土地，传闻他没有多少现金，他曾不得不向人借 500 美元以便从佛蒙特弗农到纽约参加总统就职典礼。有一点要指出的是，这些美国独立战争的领导人都没有因其功绩而获得什么财富。富兰克林在战争以后担任宾夕法尼亚州州长时，拒绝接受任何薪水。战争期间，富兰克林游说法国与美国结盟，最终使美国获胜。回到美国后，他觉得国会应该像其他国家常做的那样，赠予他土地以认可他的工作，但国会并不买账。罗伯特·莫里斯与海姆·所罗门是独立战争期间的两位金融家，他们极尽所能地稳定国家脆弱的财政状况，遗憾的是，他们最终都身无分文地死去，莫里斯还因战后的一次投资计划失败欠下了一大笔债，被关进费城的一座监狱。

富兰克林虽不是他所处的时代里最富有的人，却是“美国公益事业的真正先驱”(资中筠)，由他直接创办或经他提倡和协助而建立的一系列公益事业，如创办第一家公共图书馆，组建志愿消防队，提倡在费城铺路、清道、建路灯以及建立警察巡逻等市政建设计划，创建宾州医院、高等学院以及美国哲学学会等。富兰克林不是一个不明白发明会带来商业价值的人，但他始终看重这样一个原则：“我们既然得益于他人的发明，我们如有发明，能有机会造福他人，也应该感到高兴，而且应该慷慨而无偿地造福他人。”在自传中，富兰克林谈到他在 1742 年发明了“开放式”火炉，取暖效果好，同时又节省燃料，因为新鲜空气进来时就经过了预热。宾夕法尼亚的总督知道后，建议颁发给富兰克林专利权，被他拒绝了。后来伦敦有一商人窃取了富兰克林的发明，对火炉稍加改动，并在当地获得了专利权，捞到了一笔小财，富兰克林也不以为然。

在世界各国的历史上，做善事乃至散尽家财的富人有不少，而富兰克林开启了近现代的公益事业思想——单纯的施舍足以加深贫困化，而强调“对穷人‘做好事’之道不在于使他们在贫困中过得舒服一些，而是引导他们走出贫困。”这一思

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

想被后来的美国钢铁大王安德鲁·卡内基(1835～1919 年)所继承。卡内基明确指出财富集中造成贫富扩大是文明进步不可避免的代价,“均贫富”等推翻现有秩序的方案实际上是对文明基础的本身进行攻击。“因为把能干而勤奋的人与无能而懒惰的人区分开来,这是人类从原始共产社会进入文明的开始。”所以“一切解决当前社会问题的考虑是从承认以上基础的大前提出发,不是要改变现存的造成财富集中的制度——因为这才是增加勤奋的结果——而是要最好地使用这笔巨大的剩余的财富”。

在这篇写于 1889 年的经典之作《财富的福音》中,卡内基也规定了富人对社会不可推卸的责任——树立一种简朴的、不事张扬的生活方式的榜样,避免炫耀奢华,满足他的家属恰如其分的合理要求:

> 在完成这一任务后,应该把其余所有的财富都视为别人委托自己管理的信托基金,并且负有不可推卸的责任,把这笔钱用于他经过深思熟虑、断定能够对全社会产生最佳效果的事业。这样一来,富人就成为他的穷苦兄弟的经纪人,以自己高超的智慧、经验和经营才能为他们服务。

卡内基论证了富人如何处理剩余财富的最佳使用途径,共有三种使用剩余财富的方式:



美国钢铁大王安德鲁·卡内基
(图片来源:图书馆报网站)

第一种是传给家族和子孙。卡内基认为这一种最不可取。富家子弟能光大门楣的大有人在,但不是常态,更多的是不肖子孙,所以与其留给子孙以财富,不如留给他们家族的荣誉。巴菲特的另一说法是,要给子孙留有一定的财富,但仅供他们创业之用。

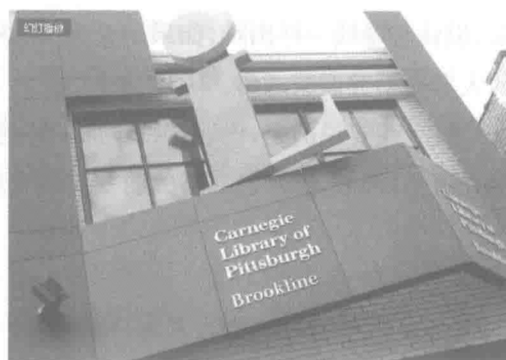
第二种方式是死后捐给公用事业。卡内基对此也不赞同。花钱得当与赚钱一样需要高超的才能,自己人都死了,怎能保证后人按我的意图使用钱财,只不过成为捐赠者心血来潮的一个纪念碑。总有一天,公众会给带着巨额财产死去的人刻上这样的墓志铭:“拥巨富而死者以耻辱终。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第三种是由财富的主人在生前妥善处理。这是最佳的方式。但财富的捐赠绝不能使接受者堕落，进一步陷入贫困，而要激励最优秀的和有上进心的那部分穷人进一步努力改善自己的境遇。卡内基接着说出了惊人之语：

那些穷极潦倒、毫无出息的懒汉已经有救济院来管他们的食宿，而且应该把他们隔离起来，免得带坏了那些勤劳上进的穷人。一个能够靠乞讨而活得很舒服的人对人类进步造成的障碍，胜过几十名滔滔不绝的社会主义宣传家。方今百万富翁的罪恶不在于缺乏捐赠，而在于滥行布施。在这个意义上，在神圣的慈善外衣下漫不经心地胡乱挥霍的百万富翁比一毛不拔的守财奴对社会的危害更大，事实上是他们制造了乞丐。

卡内基说到做到，在10年内设立了2 811个公共图书馆，为教堂捐赠了7 689台风琴，修建了卡内基音乐厅，设立了卡内基研究所，共捐出了3.5亿美元。接着，他捐赠1.25亿美元成立了卡内基基金会，成为现代第一个慈善事业基金会。



匹兹堡的卡内基图书馆
（图片来源：新浪博客）

自然，卡内基也是位如富兰克林般节俭的人，他常常说："只要看紧成本，利润就会自己增长。"有一次，当他到一个生产每吨钢铁能够节省50美分成本的新钢铁厂视察时，卡内基注意到他的助理面露难色。问其原因，那个助理——查尔斯·M. 史瓦伯（后来成为有名的金融家）说，他很失望，因为他刚刚想出一种方法可以使每吨钢铁的成本再降低50美分，但那将意味着要拆毁这座新建的钢铁厂。卡内基说道："那就去做吧，拆掉它。"

不少人会对卡内基的"节俭"与"散财"感到矛盾。其实，正如卡内基上面所言，对他来说，花钱与赚钱一样困难，因为都要有效率。有个故事说，美国石油大王约翰·洛克菲勒（1839～1937年）很吝啬，他有一次支付给所住山庄的管理员5美元作为过圣诞节的津贴，不料他竟然在其工资中扣除相同数额（5美元）的钱，只因这人过圣诞节没有上班。但亨利·弗拉格勒是洛克菲勒标准石油公司的军师，他因此成为身家6 000万美元的富豪。洛克菲勒并不在乎钱的多少，而是要物

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

(人)有所值。洛克菲勒与卡内基一样酷爱降低成本,他自己制造油桶,成本由每桶 2.5 美元缩减到每桶只有 95 美分。他继续奋力争取更高的效率,一次洛克菲勒视察油桶制造厂时,他发现工人们制作一个油桶要用 40 滴油料,他建议用 38 滴试试看,最终发现,制作一个油桶需要用 39 滴油料。

看来,从富兰克林到卡内基,再到巴菲特,美国"先进"的富人有着一脉相承的财富观与公益心。我们所熟知的巴菲特也是勤俭致富的好榜样,青少年时代,巴菲特曾花 25 美分购买了 6 瓶可口可乐,然后以每瓶 5 美分的价钱出售,获得了 20%的利润;他花 350 美元的积蓄购买了一辆 1934 年的劳斯莱斯,再以每天 35 美元的价格对外出租;及至巴菲特成为全球数一数二的富翁时,他仍旧住在 1958 年花 3.2 万美元购买的房子里;当那些不及他富有的名门贵族们在收集法拉利跑车时,巴菲特则开着他那辆古旧的林肯;长期以来,巴菲特极少捐钱,他的解释是,钱在自己的手中会用得更有效率。这被一些人视为吝啬,但 2006 年巴菲特捐出了自己的大部分财富,更让人大跌眼镜的是,巴菲特没有成立以自己名字命名的基金会,而是把钱给了比尔·盖茨夫妇的基金会。这完全是《财富的福音》的翻版,捐钱与赚钱一样困难,如果所托非人,再多的钱也会损耗掉,而且让那些懒惰的人享受不劳而获之财。

最后我要说的是,巴菲特每年那独特的致伯克希尔股东的信雅俗共赏,与《穷理查历书》神似,熟知巴菲特的朋友应该有所领会。

附 记

(一)

所谓先进,是因为不管是今天还是昨天,美国还有很多对财富怀有极病态占有欲的富人。成立于 1907 年的拉塞尔·塞奇基金会是 20 世纪美国最早的私人基金会,但塞奇(1816~1906 年)是个非常糟糕的富人。塞奇通过铁路运输业和电报业发财,估计财富有 1 亿美元。可他在西联汇款公司董事会的时候,86 岁时还乘电车去那儿享受免费午餐,因为他声称租不起车子。他还经常在董事会会议后偷几本笔记本或其他办公用品。有一天,他拿着一台不值钱的风扇准备离开会议室时,另一位董事 J. P. 摩根实在看不下去了,便让人劝阻塞奇,说这是公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

财产。塞奇愤怒道:"我就是西联汇款",然后,紧抓着那台偷来的电扇冲了出去。有几个女人曾控告塞奇与她们发生关系,但他从未因此被判有罪,因为所有人都认为塞奇在其真正的爱好——赚钱之外没有时间做这些风流事。塞奇死前当然不会建立基金会,这是他夫人乐善好施的结果。像塞奇这种人,在美国富翁中比比皆是。曾拥有美国当时最大的城市之一辛辛那提最多土地的尼古拉斯·朗沃斯(1782~1863年),穿的却像乞丐状,有次,一位绅士还真的往他帽子里扔了二角五分硬币,被视为乞丐的他非但不生气,还把硬币放进口袋说:"谢谢你,先生,我一生中从未如此轻易地赚到二角五分硬币。"被称为"华尔街女巫"的海蒂·格林(1834~1916年),财富有1亿美元,与J. P. 摩根相匹敌,当她儿子滑雪时摔伤了膝盖,格林给他穿上了破旧衣服,试图冒充穷人,在免费诊所里按照慈善病例接受治疗。医生认出了她,并要求她支付医药费,格林愤怒地把儿子带回家,自己给他医治,但是她没能成功;她的儿子腿部因感染而腐烂,最终不得不被切除掉。

(二)

我写这篇文章的一个原因是两个月前与某媒体记者交流,他要我谈谈前步步高老板段永平与巴菲特的关系。我直言道,我看不出段永平与巴菲特有什么关系,尽管段永平很想也容易让人联想起他与巴菲特有关系。段永平在美国炒作网易股票据说很成功,但这与学不学巴菲特没什么关系。段永平花了近500万元要与巴菲特吃一顿饭,人各有所好嘛,不过这也并不表示巴菲特对段永平有什么认同。我倒觉得这种手法有些类似段永平当年竞投中央电视台标王,确实聪明,广告效应很大、很直接。总之,巴菲特绝不会花500万元去和人吃一顿饭,这是他的克勤克俭的"本性"所决定的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

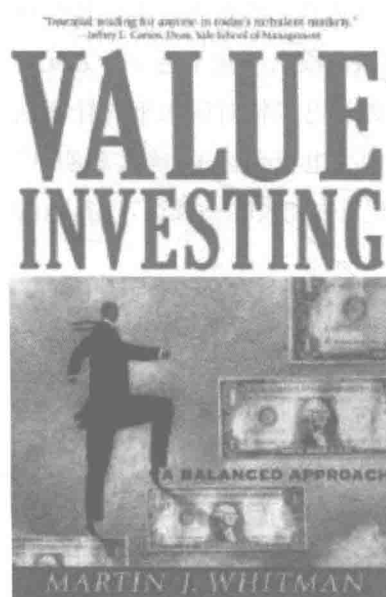
与狼共舞　博弈大股东时代

——投资大家马丁·惠特曼的心得

一

马丁·惠特曼(Martin J.Whitman)自1972年以来一直在耶鲁大学执教金融投资学,且是第三大道价值基金和股票策略两只共同基金的首席董事。股票策略基金创立于1984年4月,截至2005年4月的21年间,复合回报率达17.2%。第三大道基金创立于1990年11月1日,到2005年复合回报率为16.8%,成绩也不俗。

关于惠特曼的著作与思想,我的朋友胡海有一段摘要式的读书笔记:



《价值投资》(英文版)
(图片来源:亚马逊)

作为一名著名的价值投资者,Whitman的这本《价值投资》很有价值。你一看就会知道作者对价值投资有真实的深入体会,而不是纸上谈兵,显示出作者的投资水平明显要高出其他很多写价值投资的作者,包括另一本由Greenwald等所写的《价值投资》——那本书虽然也不错,但其优点主要是条理性较强,就内容来讲,新思想、新见解并不多。而在这本书中,作者的很多见解相当独到、深刻,在其他地方不太容易看到。

但这本书最大的缺点是语言、结构较差,作者的文字表达较艰涩,而且经常喜欢"发明"一些专用名词和缩写。虽然这可以说是作者思想严谨的一种表现,但对读者来说,读起来确实会比较累,经常出现的一些专业名词、概念,要求

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

读者对"市场有效论""财务分析""现金折现"等概念至少有基础的认识。另外,在内容的组织结构上也不太清晰,一些内容经常被重复。所以,该书对初学者或者是想具体学习某种估值、投资方法的读者来说并不适合。但如果你对"价值投资"已经有了相当的认识和经验,这本书确实还是很有帮助的。

该书相当一部分内容是反驳学院派的"市场有效论"。如果你已经认同"价值投资"的话,会觉得意义不太大,因为如果你不认为"市场有效论"是有欠缺的话,就不会采取"价值投资"的方法。不过,作者在讨论这个问题的过程中所提到的一些见解还是很有启发的。

该书最有意义的部分是指出了传统的"价值分析"(包括格雷厄姆的方法)中过度关注"永续经营""损益表""股票市场"的不足——传统的分析方法("股息折现""现金流折现")是基于公司永续经营的假设,但事实上很少有公司真的能永续经营(许多公司在3～5年时间里就会经历一次比较大的资产重组、业务转型,10年里在业务、资产结构方面能基本保持不变的公司很少,更不用说真正能够永续经营的企业。目前全世界有100年以上历史的企业有几家?200年以上历史的企业又有几家?)。

如果仅仅是以永续经营为基础,就会过度关注公司的损益情况,而对资产负债情况关注不够。缺乏对公司资产质量、数量的充分关注,可能会:

过度关注公司的历史损益情况,简单地把公司历史的经营情况推演至未来而对公司潜在的损益情况认识不足,可能会:(1)对近期高速增长的公司,高估其未来的增长潜力;(2)对近期面临困难的公司,低估其未来的增长。

忽略资产重估的机会:从持续经营的角度看,确实只能有一个很低的估值,但如果把现有资产用于其他用途的话(资产使用),可以获得更高的估值(从这个角度讲,市场对一些亏损股"壳资源"的炒作并非完全不合理)。

股票市场(二级市场)参与者(外部被动投资者)对公司的估值基础主要是永续经营,但股票二级市场并非唯一的市场,还有私人股权市场、购并市场,这些市场参与者(主动控制者)对公司的估值主要是基于资产使用,他们所给出的估值可能与二级市场的估值不同。

从永续经营角度看估值很低的公司,可能会有较高的资产使用价值,会被"控制者"购买。

永续经营估值高于资产使用价值时,"控制者"会努力出售资产(IPO、二次发行),或者以估值较高的股票进行收购(换股购并)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

作者对"价值投资"概念的基本理解是：

可以更好地使用信息——大家获得的信息可能相同，但一些投资者可以更好地利用这些信息，做出更好的投资决策。

金融交易中的不同参与者之间总是会同时有利益冲突和共同利益存在——公司、管理层、控制股东、外部被动股东、债权人是不同的个体。

没有哪一个市场参与者不是疯狂和愚蠢的——只是他们的出发点和角度有所不同。

价值是一个动态概念——角度不同，估值可能也不同。一家收入、利润降低但管理资产额增加的保险/资产管理公司，从经营的角度看，估值可能会降低，但从资产的角度出发，估值则可能上升。

市场价格不是被预测，而是被利用。

没有"笼统"的风险，只有"特定"的风险——价格波动风险、利率风险、经营风险。考虑风险时，要明确知道自己考察的是什么风险，价格波动风险可能很大，但经营风险可能很小。流动性不足公司破产重组的风险可能很大，但如果资产充分的话，高优先级的债权人的风险可能很小。

重要的是细节而不是通用的法则——在不同的情况下，可能会运用不同的法则。

需要理解基本的结构性知识：证券法规、财务会计、税收政策，金融机构的经营特点、公司管理方式、因素，金融人士的报酬方式、资本结构、证券的本质特征。

对管理/规范机构的理解很重要，美国市场：税务部门、优惠资金的提供者、补助的提供者、公众设置提供者、金融监管、其他领域的监管、法律、客户、竞争者、权利提供者(颁发执照等)。

灵活性——没有一种分析方法是永远正确的，对财务数据、指标没有统一的法则，各家公司的经营环境、特点、财务政策可能不同。零售业的库存更接近于固定资产，因为始终需要。

了解怎样算是"有吸引力"的价格——不同行业、情况的不同标准。美国的情况——高科技小盘股：高于净资产值60%，相当于首轮风险投资者支付的价格；社区银行：不超过账面值的80%；产生收入的不动产：不考虑账面价值，看评估值；保险公司：低于调整后的账面价值；券商、资产管理公司：低于有形资产＋客户资产的2%～3%。

价值投资者对特定投资对象的了解超过市场——了解哪些信息重要，哪些不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

重要。美国市场在1929年、1933年、1937年时，二级市场状况重要，其他时间不重要。在美国这样政治环境稳定的市场中，宏观因素可以不考虑(在中国目前的市场环境下，市场状况和宏观因素可能更重要)。

在有效的市场中，超额收益是常态——市场参与者都会努力使自己的利益最大化，除非有外部制约因素，有效的市场中，必然有超额收益存在。如果没有超额收益机会，就不会有参与者，使市场趋于有效。缺乏外部约束机制，超额收益高的市场——商业银行、杠杆收购基金、对冲基金、投资银行、证券销售、基金管理、投资顾问(如果不是以二级市场价值而是以现金价值衡量的话，福布斯富豪榜中的基金管理人会多得多)、交易中介、公司高管、专业人士(律师、顾问、经纪人)。

有控制权的证券与被动投资的证券性质和安全性不同。

在大多数情况下，公司的资本结构不受股东的利益和愿望的影响。

对价值投资者来说，分散投资是没有必要的。

任何投资对象都会有问题，关键是了解这些问题是否足以使投资者放弃。可能的问题包括流动性、财务状况极佳但管理层始终未能将其转化为更有价值的资产；ROE很高但杠杆度很高；低ROE、高净资产值——资产价值可能被高估；高净资产值——可能是固定成本要求高。

不适合价值投资，更应关注市场价格的情况：

(1)以所持证券的二级市场价值作为抵押融资。

(2)基金管理人的收益、职位以短期内二级市场表现决定。

(3)客户要求短期的表现。

(4)不掌握价值投资的分析方法。

(5)以投机为目的参与市场。

(6)以“交易”策略参与市场(且不是“风险套利”)。

宏观因素的影响并非完全一样：

利率上升对需要借贷来扩张资产的公司不利，但对保险公司这类资金成本不受或很少受利率的影响，而对收益主要取决于债券投资的公司来说是利好——未来投资收益增加(反过来，当日本经历持续的“零利率”环境时，很多保险公司就破了产——投资收益不足以其偿付)。

高通胀对资本密集型公司的收益质量有不利影响——将来实际的重置成本会高于其所提的折旧。但另一方面，高通胀会提高新进入市场者的成本，对现有公司有利。财务状况好的公司可能以此为机会购并资本准备不足的公司，高通胀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可提高公司的购并价值——购买现成公司的成本低于创造新公司的成本(近年来资源类公司之间的购并——购买现成公司的成本低于发现新资源)。

其他有启发性的见解:

如果关注每股收益的话,就会极大化报表收益,从而增加税收;但如果关注公司增值的话,就要最小化报表收益,从而减少所得税。

保守的公司可能低调,少受市场关注,但也说明公司的财务状况好,不需要通过市场融资,所以也不关心市场定价。

公司期末的资产质量和数量对未来经营状况的预测能力,通常比历史收益情况更高。

当公司的未来主要取决于新的发现/发明时,或公司的价值主要体现在未实现的资产增值(且其价值没有现成的估值市场时,如未开发的地皮)时,财务报表显示的意义很有限(高成长公司的分析主要在于市场前景/经营而不是财务状况,但融资能力仍然重要,影响到是否有充足的资金维持增长)。

财务报表的一大作用是防止金融诈骗,各种金融诈骗形式的共同特点就是忽略财务数据。

判断资源质量的一大因素是有没有"负担"(liability)——长期债务、环保责任、诉讼、员工福利、长期租赁等。

安全边际不仅仅是价格便宜,还包括定性因素——财务状况、管理层的能力和利益机制、业务容易理解。

定价过高对社会来说未必是坏事。历史上新技术的发展来源主要是国防开支,当国防开支减少时,IPO 市场是推动新技术的主要资金来源。

世界上没有免费的午餐——提供午餐的人总有钱赚。

大多数公司都是通过消耗现金来产生财富的,很少有公司是纯粹的现金流公司——产生现金的同时创造财富。

电力等公用事业公司需要持续地向市场融资,扩大股本,因此采取高比例支付股息的策略吸引要求股息收入的投资者。

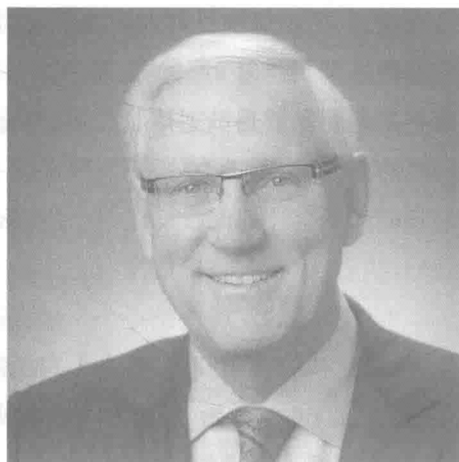
以"现代资本理论"来确定最佳资本结构相当于以"地球中心论"来研究太阳系。

以预测利润、现金流为基础的估值,可变性大,缺乏"锚"。以资产为基础,风险较小,也不容易受欺骗。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这本《回归基本面：寻找具投资价值的股票》(*Value Investing: A Balanced Approach*)在 2003 年 1 月由中国台北寰宇出版公司译成中译本。

马丁·惠特曼的文风确实晦涩不好读，且不说由旁人帮助润色的彼得·林奇大众化的投资著作，即便也是思想深刻的价值投资者塞思·卡拉曼的《安全边际》，读来照样津津有味。但马丁·惠特曼心目中的读者是真正专业的投资者，不希望为了简单易懂而简化自己的思想深度。胡海总结得很到位，我这儿只是再强调一下感受比较深的几个方面。



马丁·惠特曼
（图片来源：网络）

惠特曼区分了两类投资人角色：积极参与的控制型投资人(control investors)和外部消极小额投资人(Outside Passive Minority Investors，简称 OPMI)。

控制型投资的优点包括：

第一，创造优势地位。享有高层人士特有的待遇、薪水、职务、选择权、特别费用、旅行或娱乐；享有特殊的交易条件，即利用别人的资金进行交易，还可以节税。

第二，在评估投资机会程序上，控制型投资者经常有能力、资源与时间进行深入的调查，其涵盖程度绝不是公开资讯所能应付的。

第三，控制投资人借由资产的运用或持有方式甚至通过企业重组创造额外的价值，他们也可以取得长期规划的支配权，根据股市状况决定何时应该推动股票上市或下市，或进行集体性的债务再融资等。

第四，控制型投资可以获得自我保护，投资人几乎可以为所欲为地运用公司资金来保护自己的权益。与此同时，他们可以对投资银行家、律师与会计师提供报酬，使得后者欠下人情。

2008 年一季度的中国平安再融资千亿元以上的决策顺利通过，很显豁地说明控制型股东的厉害。中国平安在 A 股市场 IPO 不到 1 年，就抛出了比当初融资额高出几百亿元的再融资计划，明显是对公司高估的股价的一种“抽水”行为。奇妙的是，公司管理层拒不说明融资的具体用途，让中小股东无法评估投资价值。这在中国股市可是新鲜事。以往不少公司增发后，经常变动融资项目，但在程序

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上不敢什么项目都不说清楚就巨额融资。所以，据《香港经济日报》2008年3月7日报道，连曾经参与创建平保的招商局董事长秦晓也向媒体表示："平保应该明确投资项目，把投资项目列入增发的说明书，要对股东负责。"但在股东大会上，平保的融资方案照样以92%的高票通过。其实，这也是大家预料中的，有话语权的股东不是老朋友就是员工持股公司，基金管理公司除个别投反对票外，其他也是无可奈何，胳膊扭不过大腿，更何况平保一直是基金公司的买家，过去的人情与未来的预期都不会让他们投反对票。所以，尽管股东大会上参加表决的散户大多情绪激烈，执意反对，一点用都没有。

中国股市的发展就是一个一步步走向机构化（和控制股东）的过程。在20世纪90年代初股市刚开张时，是大户压散户，很快又是券商压个人，90年代末是基金独大。2006年开始，随着过去占大头的非流通股可以流通，真正的大股东时代来临，控制型投资者的优势全面凸显。

目前的中国个体投资人还未适应大股东时代的不确定性，现在只是看到一些公司高管为了套现千万、上亿元的利润宁愿辞职，又听到某牛股的创业股东大幅减持以弥补老板澳门赌场债的流言，真正厉害的是今后的"地雷股"，大股东可炒高股价后套现，弃之不顾，成为仙股，或反复炒作，把中小股民骗得一愣一愣的，这一天还没到，我们还不能体会到大股东时代的凶险。

2008年3月6日，上交所理事长耿亮就透露，2007年基金、QFII、券商、保险等仅有3%的账户出现亏损；一般的机构投资者亏损账户为12%，而中小散户亏损账户则达30%。耿亮认为，既然机构账户亏损比例低，散户账户亏损比例高，据此看来，大力发展机构投资者有利于证券交易市场的稳定。

耿亮先生的结论真是令人哭笑不得。仅认购新股而言，那些所谓的专业投资者就享受到比散户多得多的无风险收益。散户资金少，却要与众多机构一起在网上进行僧多粥少的新股认购，专业机构却能在网下认购，有时还可以直接配售。有朋友告诉我，2007年网下认购的新股收益率达30%，如果以网上认购收益率15%计算，是有可能的。如果把这15%的差额给一般机构乃至散户，亏损比例还会如此悬殊吗？

这只不过是一项优惠措施，想到2007年中国证监会对众基金的"窗口指导"之类的暗示和调控等，中小散户如何跑得赢专业机构投资者？

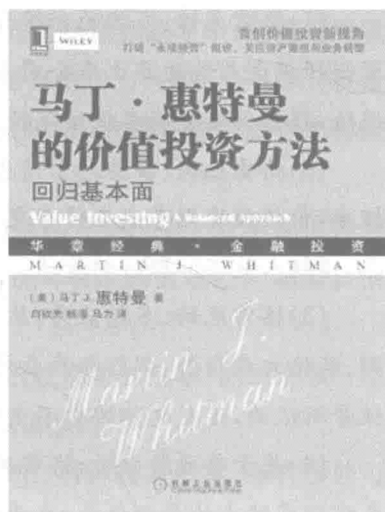
不说也罢。

在艺术品投资市场中也一样。当今艺术品收藏投资大行其道，无奈存量有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

限，于是造假成了一门产业，个人投资者或收藏家面对有组织、不断创新、细节营销的造假队伍，哪怕是鉴定高手业内专家也极有可能看走眼，可以这么说，负些轻伤，损失不重，已是成功。

当然，OPMI 包括了个体投资者，但两者并不是一个概念，下面我们还会谈到这点。马丁·惠特曼也指出 OPMI 的优点，比如他们可以按照极低的价格买进证券，可以只买财务健全的高素质企业的股票。如果采用价值投资方法，OPMI 较容易找到理想的投资机会，他们彼此之间的竞争程度也较缓和。毕竟在 OPMI 中，典型的价值投资人只占一小部分，他们通常采用买进持有策略，强调企业资源的质与量，重视长期展望。反之，大多数 OPMI 几乎只在意短期展望，尤其是每股盈余报告，特别关心证券价格的预测水准。



《马丁·惠特曼的价值投资方法》

总之，OPMI 不能将自己与巴菲特等控制型投资人等量齐观，但这些价值投资人的基本处理方法仍然非常值得他们参考。

我读《回归基本面》，最大的惊讶之处是马丁·惠特曼将格雷厄姆的“基本分析”与他自己认可的“价值分析”区别开来：

格雷厄姆、多德的处理方法与价值投资之间存在很多共同点，两个学派都强调长期基本因素，拒绝所有的图形技术分析，不论后者是由业者还是效率市场假说/效率投资组合理论的学者所主张。格雷厄姆、多德基本分析学派与价值分析都采用长期投资策略，忽略短线交易策略，两个学派显然都不强调企业短期营运结果；关于财务报表，两者都相信数字所代表的意义的重要性远超过报表本身。特别重要的是，格雷厄姆、多德基本分析学派与价值投资都有高度的价格意识；如果买进价格够低，两个学派都相信长期投资的成功机会很高。格雷厄姆、多德基本分析学派把这种价格意识称为安全余裕(margin of safety)。价值投资也重视价格意识，但仍然强调企业拥有资源的素质。

虽然存在很多类似之处，但价值分析仍然明显不同于格雷厄姆、多德的基本分析。非常清楚，格雷厄姆、多德的分析立足于有价证券的小额投资人，他们追求较高的股利与资本利得，而且最后把这些证券通过公开市场卖给其他小额投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

人。价值投资原则上是从多重立场进行分析,不只考虑外部消极小额投资人(OPMIs),还包括公司本身、高顺位债权人以及目前与潜在的控制型股东。价值投资采用多种出场方式,在公开市场卖给其他小额投资人,或通过资源转换的手段处理,包括合并与购并(M&A)、清算、大规模再融资、成立转投资企业。以下列举格雷厄姆、多德与价值投资之间的四个根本性差异之处:

(1)格雷厄姆、多德的分析目标是估计证券在小额投资市场上的价格,价值投资则强调企业作为非上市公司或收购对象的价值;格雷厄姆、多德尝试防范市场风险,现代价值分析尝试防范投资风险,几乎完全忽略市场风险。

(2)格雷厄姆、多德对于债务交易工具的信用分析只估计证券违约不偿付的概率,价值投资则考虑在债务交易工具违约不偿付的情况下,企业进行重整或清算,债权人能实际取得的价值。

(3)格雷厄姆、多德认为,总体因素(如经济预测值、S&P500 股价指数盈余预测、其他大盘指数、部门与产业的盈余预测等)对于企业证券分析非常重要,但价值分析认为,这类总体因素不重要。

(4)关于普通股分析,格雷厄姆、多德认为损益表为首要之务——证券分析首先需研究过去的盈余记录,至于股东的未来回报,有一部分取决于企业营运的未来绩效,另一部分则有赖于在“中心价值”(central value)之下取得证券(至少旧版的《证券分析》认为如此),中心价值大体上是整体股票市场相关统计数据的函数。对于价值投资来说,基本上没有所谓的首要之务,关于普通股投资,价值投资采用的平衡方法,考虑企业拥有资源的质与量,至于股东的未来回报,有一部分取决于各种可能的发展情节,包括企业营运的未来绩效、合并与购并、按照极有利的条件进行再融资、成立转投资企业、逆投资、退市,另一部分是证券取得价格低于非上市状态或接收价值。

仔细想来,惠特曼总结了格雷厄姆以来的价值投资实践的进展,有助于我们的认知。

不过有些东西,马丁·惠特曼与我的理解还是不一样。例如,我看到过一些价值投资者认为格雷厄姆的分析方法相对强调的是资产价值而不是盈余,但惠特曼的认识恰恰相反,格雷厄姆强调的是盈余、盈余趋势和股利,而不是资产(负债表)。

惠特曼认为,当年格雷厄姆的分析方法的诉诸对象是 OPMI,他们不具备后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

来控制性的价值投资者的条件。例如，现今的价值投资存在多种策略，他们并非一定要在股市中直接套现，如果企业将来发生各种资源转换事件(合并、转投资、资本重组、回购、合并或购并等)，普通股价格可能上涨。也就是说，企业没有必要强调持续经营。

我想惠特曼倒是道出了某些真相。我以前说过，在格雷厄姆时代，价值投资人是很辛苦被动的，为了实现股东价值，必须与公司进行艰难的斗争，格雷厄姆就做过这事儿。到了惠特曼时代，价值投资人已有相当的实力与经验，不少人就爱干“解构”公司或破产重组之类的投资。如果你是 OPMI，大股东在倒腾资产时能相对公允地对待你已是万幸，别想占便宜了吧。

对惠特曼的见识，如果你不是控制性股东，仍有参考的价值。且不说也许会成长为一名控制型股东，即使我们一直是 OPMI，也可借此研究这些控制型价值投资者在做什么，什么是可学的，什么是没法学的。

回到我们熟悉的巴菲特。巴菲特是控制型价值投资者的典型，他的许多行动与智慧只能供我们欣赏，但还是有些投资方法可以借鉴的。

2008 年 3 月巴菲特发表了给伯克希尔股东的信，写得较为平实，却有多处可圈可点。

例如，巴菲特更清楚地说明伟大(卓越)、好(优秀)企业与坏(可憎的)企业的区别：

总结一下，有三种类型的“存款账户”。伟大的企业会支付非常高的利息，且利息会随着时间的推移而上升。优秀的企业会支付吸引人的利率，且只有当你增加存款的时候才能获得这些利息。最后一种是可憎的企业，它所提供的利息并不充分，且要求你不断增加资金以获得那些让人失望的回报。

在伯克希尔中，喜诗糖果公司是伟大企业的模范。1972 年，巴菲特用2 500万美元买下了该公司，当时公司的销售额为3 000万美元，税前利润不足 500 万美元，经营资金为 800 万美元；到了 2007 年，喜诗糖果销售额为 3.83 亿美元，税前利润为8 200万美元；如今这家企业所需的经营资金只需4 000万美元，只比当初的 800 万美元多追加了3 200万美元。在此期间，喜诗的税前利润总额为 13.5 亿美元，减去3 200万美元，有 13 多亿美元进了伯克希尔的腰包，被用来投资其他公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特表示,好公司要将利润从 500 万美元增加至 8 200 万美元,通常需要投入 4 亿美元。

伯克希尔的好公司肯定不少,但它们为了获得增长而需要投入更多的资金,巴菲特举了飞行安全公司的例子。在中国股市中,我们可以举万科,它几乎每年都要大量融资,所以充其量只是家好公司。

至于坏公司,巴菲特举的例子是曾买入过的美国航空公司,它简直是资金黑洞。巴菲特在 1998 年利用"一轮对航空业乐观预期"中把它卖了,还赚了不少。以后十年中,这家公司两次宣布破产。

"伟大的企业,不用你投入太多钱,它付给你高利息,而且随时间增长;好企业,利息不错,但只有你不断增加存款才能得到;坏企业,利息率极低,钱却要投许多许多(换言之,还不如舒舒服服地存银行哩)。"巴菲特总结得多好。

第二,好公司与伟大的公司,我们出什么价格去买和卖?

我们说某股票,经常会说便宜、不便宜和贵,什么意思?价值投资者都知道要用便宜的价格买入好公司,所谓的安全边际。巴菲特在 2008 年致股东信中举了一个中国的好公司——中石油的例子,他在 2002 年和 2003 年时买了 1.3%中石油的股份,这大家都知道。但巴菲特是怎么估值的呢?他说当时与合伙人芒格商量,觉得中石油价值约1 000亿美元,而市值只有 370 亿美元左右,也就是以不到四成的价格买入。那么什么时候卖出?虽然 2003 年巴菲特给中石油估值是1 000亿美元,但企业的发展是动态的,他当然没在1 000亿美元时抛出中石油,到 2007 年下半年,中石油的市值增至2 750亿美元时卖了。巴菲特的理由是"我们认为这个估值水平和其他大型石油公司相当"。

这个理由,在我们中国的不少证券研究员的眼里恰恰是买入的信号,如果加上"中国溢价",更应该买。但巴菲特抛出了,他没有说"太贵",但是"不便宜"。

不便宜就应该售出,如果它仅是好公司。

"不便宜"对乐观的人来说,就是"不贵"。"不贵"也许构不成大力抛出的理由,但至少不能"买入"吧。很可惜,我们许多投资者偏偏大力"买入"。

"不贵"只有对"伟大的公司"适用。

巴菲特又举了喜诗的例子。巴菲特当初想用2 500万美元买下,对方的出价却是3 000万美元。他本不想买,是芒格的主意打动了他,可他还是半心半意地还价,幸运的是,卖方屈服了,只要了2 500万美元。

这个故事巴菲特说过多次,2008 年又说了一遍。难道他自诩买了便宜货?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不是，巴菲特认为自己太幸运了，卖家应该回绝他的，如此就会与伟大的企业失之交臂。

可也正因为这样，人们就认为可以用任意高的价格去买“伟大的企业”，却不知连巴菲特也有看走眼的时候。巴菲特在信中指出，1993 年他以 4.33 亿美元的伯克希尔股份买入 Pexter 公司，亏损了 4 亿多美元。但巴菲特叹道，由于他用的是公司股份收购而不是现金，又由于伯克希尔公司本身的增值，实际损失是 35 亿美元。

所以，对“伟大的企业”(很多还得事后检验)的出价应该是“不贵”(或不便宜)而已。对喜诗来说，巴菲特一口答应人家3 000万美元的出价，不求什么安全边际价格(2 500万美元)。对不对呢?

“伟大的企业”永远是稀缺的，价格却经常是昂贵的。巴菲特有的是钱，却在感叹自己买不到好企业(不要说伟大的企业)。2007 年，只有到年底，巴菲特才获得了一个收购大单，“因而获得了我们的薪水”。而对 Marmon 集团，巴菲特在 1954 年就有接触，早在 1988 年的年报中，他就对该公司创始人杰伊的商业天才大加赞叹。半个世纪后，杰伊去世多年，巴菲特才能获得这样的机会。

巴菲特难获得收购目标，一方面是他需要大交易，另一方面，不也是价格因素吗? 钱再多，就是不出手，哪怕最后 2007 年的公司账面净值增长只有 11%，也不着急。这才是巴菲特的过人之处。

2008 年 3 月 5 日在中国平安股东大会上，马明哲先生为什么不向股东好好分析一下这几年 H 股与 A 股的融资投向之得失? 不是大而化之，而是每一大项都推敲一番，像巴菲特那样。

也许是苛刻，就中国股市 18 年的历史看，我们公司的融资业绩总体很失败，尤其是钱太容易获得的时候。这就难怪我们的散户那么“脆弱”“敏感”“不讲情理”，不支持所谓的“伟大的公司”发展。

我对平安与马总多说了几句，因为传言马总以巴菲特为榜样，既然两人都在保险业，也在情理之中吧。

机会真是稍纵即逝吗? 巴菲特还举了一个逐步收购中美能源控股公司的例子。1999 年，巴菲特以每股 35.05 美元收购了每股收益为 2.59 美元的中美能源 3 500多万股，每股市盈率是 13.5 倍;2002 年以每股 60 美元收购了 670 万股中美能源;2006 年，又以 145 美元每股收购了2 300多万股中美能源。时隔 7 年，价格看似高了，但中美能源 2007 年的每股收益是 15.01 美元，每股市盈率才9.7倍，还

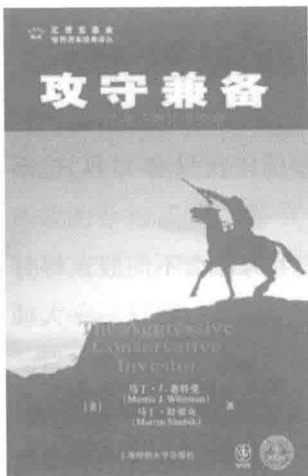
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是便宜啊。

尽管全球通胀有卷土重来之势，但我建议大家用词不要膨胀，不要轻易用“伟大”和“卓越”的字眼。许多年前我曾到沈阳参加通用汽车与金杯汽车合资项目，见有标语写着“伟大的产儿”，觉得这是美国舶来品，怪怪的。后来两家不欢而散，金杯不行，通用汽车在美国也不伟大了，尽管它确实伟大过。

在不少价值投资者的口中，“复利”被称为“第八大发明”，够伟大的，当然，长期投资的魅力大部分确实来源于所谓的几何级增长的复利。巴菲特不就是从1965～2007年，以年平均复合回报率21.1%的速度，在2008年成为世界首富的吗？但也就是巴菲特在2008年致股东的信中，提醒大家要小心复利背后的数字“谬之毫厘，失之千里”。道指在20世纪从66点升至11 497点，尽管看来涨幅巨大，但复合年增长率仅为5.3%，道指要在21世纪得到5.3%的复合年增长率，则在2099年12月31日必须上涨到2 000 000点左右才能让你心满意足。

好了，我已有好几年写文章没这么跑野马了，见谅。



《攻守兼备》

本书还收集了由马丁·惠特曼与马丁·舒彼克合著的《攻守兼备：积极与保守的投资者》（上海财经大学出版社，2008年1月第1版）的部分章节。这本书的英文第1版是1979年，要比写于1999年《回归基本面》来得早，上海财经大学出版社出版的是2006年的修订版。我个人觉得，《回归基本面》要比《攻守兼备》更为重要。

但《攻守兼备》的修订引言颇值一读，至少它有助于对《回归基本面》的理解。

比如，马丁·惠特曼再次强调OPMI，财大版译成“少数权益外部消极投资者”，可能比台版《回归基本面》的“外部消极小额投资人”更为清晰，尽管台版译者对OPMI也做了译注：

“外部”是指“非企业内部人士”；“消极”是指“不积极争取企业的控制权或经营权”；“小额”是指“股权持有数量不足以视为多数”，换言之，此处所谓的“小额”是相对于“大股东”而言，也就是指持股不足以影响公司经营权的小股东。原文经常直接采用缩写OPMIs，为了简洁起见，译文也将此简称为“小额投资人”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在《攻守兼备》的引言中，马丁·惠特曼说明OPMI的含义以及何以这样做：

该词被用来表示外部消极投资者和非控股无关联证券持有人。OPMI包括短线交易者、大多数机构投资者以及不想通过持有股票掌握公司控股权的安全低价投资者，使用“OPMI”而不是“投资者”的原因在于：“投资者”一词是在华尔街被滥用和误解得最严重的名词，在大多数情况下，“投资者”这个词实际上是在指短线投机者——无论是个人还是机构，因此，我们通常不再使用“投资者”而改用“OPMI”。

在我们论述《回归基本面》时，虽然谈到了相对于“OPMI”的大股东行为，但还是提到了基金等机构投资者与个体投资者的“对立”，这主要是便于读者理解。因为许多年以来由于绝大部分大股东所持有股票的非流通性，它们和包括基金、券商和保险公司等机构投资者的关系十分隐晦乃至含混，这些大股东大部分时间与机构投资者“狼狈为奸”，偶尔是“明争暗斗”。2005年开始的股改是大股东与基金为代表的OPMI强势者的一次决定性谈判，大股东为了获得流通权，对OPMI做了尽可能地让步。这也是一个转折点，标志着大股东时代的来临，但它的来临带有潜伏性和隐蔽性，2008年3月5日，中国平安为了巨额融资在股东大会表决中才暴露无遗。有人认为，在3月5日的几天前，平安312 158万股的限售股解冻，法人股占流通股比例从原来的12%上升为80.2%，而基金的比例则由41.5%下降到9.7%，持股最多的诺安基金即便投了反对票，也激不起什么浪花来。

换句话说，大股东之所以将表决放在3月5日，早已算好了让OPMI无可奈何的力量对比。

持有这种想法的人其实仍沉浸在股改的蜜月中，那时分类表决只由流通股股东投票，大股东之流（非流通股股东）没有发言的份。中国平安的巨额融资虽然只针对A股的流通股股东，甚至在3月3日前，只损害了那些通过IPO或上市后买入的A股流通股股东，但表决却分外资股类别与内资股类别，外资股东肯定同意，因为由内地股东买单，何乐而不为？而在内资股东表决时，不管是流通股股东还是非流通股股东应该都可以参与，没必要等非流通股流通再进行表决。

让OPMI不爽的是，不少非流通股股东在会议表决时用手投了赞成票，却在其后几天内又用脚投票，抛出了平安的股票。

应该承认，可能在相当长的一段时间内，中国股市大股东与OPMI之间的利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

益冲突要大于共同利益，且要比美国严重得多。

除了 OPMI，惠特曼还概括了自己的“安全低价策略”：

第一，相关公司的财务状况必须稳健；

第二，相关公司应该由（特别是在内部人对待持有公司证券的外部人的利益方面）注重诚信的经理人和控制群体经营；

第三，投资者应该能够获得大量的有关公司近似充分披露的相关信息（但这一点常常被忽略）；

第四，股票买入价应该低于投资者合理估计的每股资产净值。

关于稳健的财务状况，第一个特征是负债相对较少（无论是财报附注还是表外负债）；第二个特征是存在高质量的资产，如现金或可变现资产，一幢维护良好、长期租给 AAA 级承租人的 A 级办公楼，在会计分类上归入固定资产而不是流动资产，但仍然是一项容易变现的高质量资产；第三个特征是公司拥有可分配给普通股股东的自由现金流，“不过，这种自由现金流是一种相对稀缺品”，因为大多数公司有“通过消耗现金创造的财富”的“收益”而不是自由现金流。这再次印证了巴菲特关于卓越公司稀缺性的观点。

惠特曼还有不少精彩的论述：

我们不同于格雷厄姆（Graham）和多德（Dodd），不再把蓝筹股定义为从 100 家顶尖公司股票中挑选出来的股票。信息披露工作现在做得很好，因此，对于 OPMI 来说，没有理由依赖 100 家顶尖公司。此外，100 家顶尖公司的很多普通股已被证明并不是可靠的投机品种，包括通用汽车公司（General Motors）、柯达公司（Eastman Kodak）、施乐公司（Xerox）和美国钢铁公司（U. S. Steel）。那些普通股在 2005 年被我们视为蓝筹股的公司，包括布拉斯坎公司（Brascan）、森林城市企业（Forest City Enterprise）、MBLA 股份有限公司（MBIA Inc.）、丰田工业公司（Toyota Industries）、米拉控股公司（Millea Holdings）、长江实业（集团）公司（Cheung Kong Holdings）、投资者 AB 公司（Investor AB），大多数 OPMI 也许从来没有听说过。

我们认为，行为金融学这门新学科对于安全低价投资法只有极其有限的应用价值。行为金融学家认为，除了经济理性之外，还有其他因素能够驱动市场力量，市场参与者同样受情绪——恐惧、贪婪、政治上的正确性、风格和时尚——的影响。可是，行为金融学家似乎忽视了这样一个基本问题：即使投资者相当理性，也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

只有情景理性才是真正重要的。不同的市场参与者具有不同的理性，凡对于安全低价投资者来说是理性的东西(如忽视近期市场波动)，对于严重依赖保证金的短线交易者(他们对自己买卖的证券知之甚少或根本完全不了解)来说，确实是极度非理性的，反之亦然。

多样化是知识、控制和价格意识的代名词，且常常是一个该诅咒的拙劣代名词。第三大道价值基金的仓位由103只普通股构成，其所持有的12种顶尖股票占其资产组合的52%以上。规模相似的共同基金大多持有300～400只股票，且某只普通股的比例很少达到总仓位的3%。而一只股票占第三大道价值基金总仓位的比例常常会达到4%～6%。

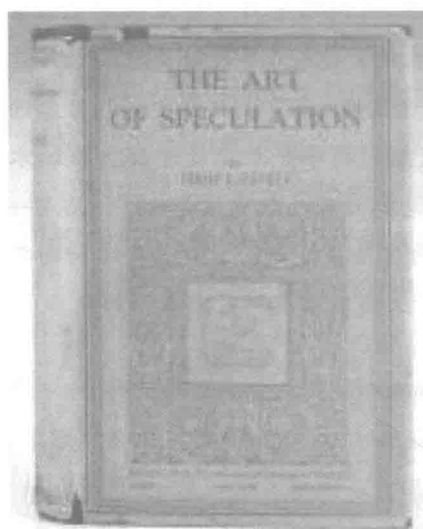
倘若政局相对稳定，没有街头暴力事件发生，宏观因素对于价值投资无关紧要。第三大道价值基金1997年以后令人满意的投资日本非寿险普通股的经历就是一个很好的例子，1997年投资日本非寿险普通股时，基金管理层没料到日本的商业萧条会那么严重并持续得那么长久，也没想到利率会长期处于那么低的水平。1997年进行投资的时候，我们肯定也没有想到日经指数竟然会从20 000点一路狂跌到10 000点。但是，第三大道价值基金的这些投资，截至2005年年初的年均复合回报率接近10%。我们是按至少相当于未实现增值税税前资产净值50%的折扣价进行这些投资的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投机性投资

——菲利普·凯睿的投资观

2005年年初，我在摩根士丹利网站上见到建议阅读的经典读物，其中有菲利普·凯睿(Philip L. Carret)的《投机的艺术》(*The Art of Speculation*)。我早听说过这本书，写于1933年。既然一本老书在70年后还被善变的市场奉为经典，应该有一定的价值吧。



《投机的艺术》(英文版)

我在网上搜索了菲利普·凯睿的简介，内容不多。菲利普·凯睿活到101岁，出生于推出道琼斯指数的同一年(1884年)，一生经历了31次牛市、30次熊市、20次经济衰退以及大萧条时期。在凯睿资产管理公司(Carret Asset Management Group LLC)的网站上，有一段介绍这位投资界传奇人物的文字：

他1917年毕业于哈佛大学，并加入了哈佛商学院，在第一次世界大战末期驾驶着英国战机穿梭在法国上空，他的才智、亲切的微笑以及长期投资业绩给人们留下了深刻的印象。

对于凯睿先生的投资纪录，伯克希尔·哈撒韦公司受人尊敬的CEO沃伦·巴菲特称赞他"创下了美国最好的长线投资纪录"。凯睿先生1927年率先倡导"价值投资"理念，第二年他就成立了全球第一只共同基金——先锋基金，在半个多世纪内，他所管理的这只基金取得了非凡的成就。凯睿先生主要投资那些利润持续增长、管理层乐于奉献的企业，他的这个投资方法仍被无数的专业投资人士

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

所采用。

菲利普·凯睿总是让事情保持简单,他成立了一家卓越的公司,他所取得的投资成就依然受到当今世界的羡慕。

凯睿公司是他在1963年创立的,近来在中国也设立了合资子公司,主要从事风险投资与私募投资业务。

我们选编了《投机的艺术》(中国台北寰宇出版公司,2002年7月第1版)的部分章节,让大家对凯睿的投资观有所了解。

《投机的艺术》举的事例虽然离我们较远(从19世纪至道琼斯指数暴跌到40点以下的1931年),但其中的智慧朴素中庸,我这儿稍做介绍。

看到书名,也许不少人会不以为然,或联想到坊间的许多技术分析的书。殊不知,当年的投资概念十分严格(参见格雷厄姆的《证券分析》),书中论述的大多数内容现在都应归为投资经典。其实,作者也指出:

一位对投资与投机活动都有深切领悟的人,看过本书大部分内容后表示:"你的文章是探讨投机性的投资,不是探讨投机。"面对这种指责,作者不得不认错。毕竟要划分投资与投机,或是划分投机与赌博之间的界限并不容易,如果有人要探讨投机的问题且可能促使原本无意投机的若干读者尝试投机,或许应该探讨投资领域边缘的投机,而不是赌博领域边缘的投机,前者对一般读者的帮助较大,万一引起误会,所造成的危害也小得多。

"投资领域边缘的投机,而不是赌博领域边缘的投机",概括得很好,仍适用于今天。

凯睿总结了投机的"十二守则":

一、持有的证券不要少于十种,涵盖的行业至少为五种。

二、至少每半年重新评估所持有的每一种证券。

三、至少把一半以上的资金放在能产生固定收益的证券上。

四、分析任何股票时,把股息收益率列为最不重要的考虑因素。

五、迅速认赔,不要急于获利了结。

六、某些证券的资料不容易获得或公布的时间不确定,这部分证券的投入资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金绝不能超过25%。

七、对于"内线消息"，要像逃避瘟疫一样避之唯恐不及。

八、勤于寻找事实，绝不寻求建议。

九、不必理会评估证券的呆板公式。

十、当股价处在高位、利率攀升、景气繁荣时，至少应该把一半的资金放在短期债券上。

十一、尽量不要借钱，除非是股价处在低位、利率下降或走低、景气衰退。

十二、拨出适当比例的资金，购买前景良好公司的股票和长期认股权。

第一条是分散投资。"即使最精明的投机者根据手头资料做判断时，得到错误结论的概率都可能有20%～25%"，"任何时候，影响单一证券价值的最重要因素通常属于未知之数，即便是一家公司的总裁，也不完全了解影响公司证券真正价值的所有事实。"不高估自己的能力。

第二条涉及心理问题。"不仅是检讨自己的持股和计算账面盈亏而已，投机者应该尽可能地以超然的观点重新分析每一种持股。从心理学的观点来说，对于已经投入资金的标的，保持客观的态度恐怕很困难，然而，投机者应尝试让自己做到这点。假设某位投机者目前拥有某股票100股，股价是90美元。他不应该执着于过去的买进成本，因为过去的事情已经发生而不能改变，当下应该处理的问题是：如果我今天有9 000美元可以买一些证券，我会放弃其他可供选择的几千只股票，仍然选择这只股票吗？如果答案是否定的，就应该卖掉这只股票。不管当初的买进成本是50美元还是130美元，一点关系都没有，不过一般人恐怕很难释怀。"

在这点上，其实我们早就明白，但确如凯睿所言，很难。比如，我们经常会发现某只股票的价值高估得厉害，如果让我们买，绝不干。但如果是自己已持有的呢？就会推三阻四，顺着惯性继续持有。

第四条与一般投资知识有差异。凯睿认为："没有分配股利组合的股票，表现优于分配股利组合的股票，低股利率组合股票绩效胜过高股利率的股票，其中的原因可以由股票本身来解释。公司经营处于获利状态的股票，股东由复利累积的收益不会低于储蓄银行的存户。"但有些号称高增长公司会滥用这个道理，而高股息至少是财务健全的象征之一。凯睿补充道："低股利个股通常是保留大量盈余公积金的公司，不分配股利的成长公司从复利原则得到的好处更大。1929年时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市场普遍流传一个信念，认为付多高的价钱购买迅速成长公司的股票都是值得的。这种信念的基础就是复利原则，复利原则虽然健全，但可能会发挥到荒谬的程度。不分配股利的股票虽然很好，选择却比挑选分配股利的股票难多了，投资这种股票以致危害所有的资本甚至危害一大部分资本，都是鲁莽之致。"

在大牛市中，复利确实会在各方面发挥到荒谬的程度。中国平安在 2008 年 3 月通过巨额融资方案，就有人认为拿钱给公司使用，哪怕价格再高，通过公司的增长，也会获得回报。殊不知，公司不断融资未必一定会让这些资本增值，尤其是钱来得太多太快时，无效率地使用倒是常态。

第六条规则，进一步强调未知数在证券分析中的重要性。"就未知数的成分来说，投机者的处境相当于赌博，他必须尽可能地把赌博的成分降到最低。要达到这个目的，他必须把大部分的证券交易局限在能花最少精神却能相当频繁地获得充分资讯的证券上。有很多好股票不容易获得足够的资讯，但经常可以从中赚到钱。要是有什么股票即将公布利多消息，或是只要花点工夫就能获得足够的资讯，或许应该买这种股票，但健全的做法是，不要把太高比例的资金放在这类个股上。"

这段话是充满实战经验的投机（资）者才能说得出口的，颇堪玩味，尤其是"就未知数的成分来说，投机者的处境相当于赌博，他必须尽可能把赌博的成分降到最低"，头脑很清醒啊。从"冷门股"中赚钱，这也是投机者爱干的，但凯睿还是提醒大家："小赌怡情。"

关于第八条，凯睿的解释值得大段引用：

从来没有人因听信别人的建议而致富，这是第八条规则的基础。高明的专家可能会在技术方面提供一些改进之道，但仅止于此，不可能再深入了。企业的成败最后必须靠一个人的精力、性格、能力和决断力，福特家族、洛克菲勒家族、摩根家族能主宰他们选定的领域，不是因为寻求专家的建议，而是遵循自己的判断，即使这意味着有时候必须大胆违背前例。

名律师强西·戴普（Chauncey M. Depew）有一次接受记者专访，记者想知道他一生犯了



菲利普·凯睿
（图片来源：http://www.dasinvestment.com）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

哪些最大的错误，戴普详细回答了 3 个错误。在理财方面，他最大的错误是没有用 1 万美元购买后来变成美国电话电报公司的一家新创公司 1/6 的股权，他虽然受到这家新创公司强烈的吸引，却决定先咨询专家的意见后才采取行动，于是他去问西联电报公司（Western Union Telegraph Co.）总裁，这个人无疑是当时所能找到最有资格的专家。这位总裁真心诚意地告诉他，电话行不通，而且无论如何，西联电报拥有专利权，更有理由表明电话是西联电报发明的。结果戴普先生在其有生之年，居然看到西联电报变成美国电话电报公司的一家子公司。

这个事件的教训很清楚，想在投机方面成功的人，应该勉力探寻所有的事实，因为如果掌握的资讯不完全或错误，连最明智的投机者都可能得到错误的结论；但应该记住，最后必须自己决定买卖的标的和时机。

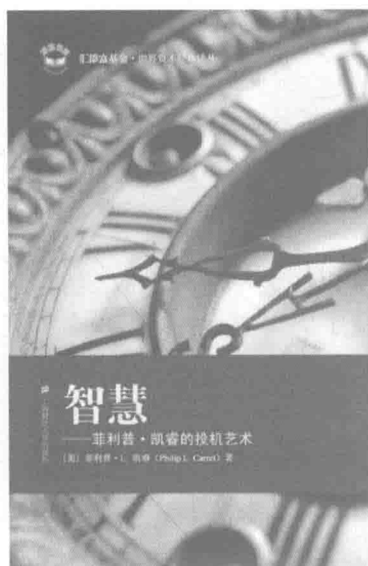
不过，我觉得人们只能听进他们能听得进的建议，比如，五个朋友投资能力都不错，三个看多，两个看空，你为什么偏向一方多半是因为你自己早已有主意，希望别人强化或印证相似的主张而已。

我最喜欢的是凯睿投资观的折中性或中庸吧。他说：

第十条规则是承认股市波动的循环性质，也是长期投机两派思潮的妥协。有些人认为长期投机者应该根据股市的长波段交易，设法在空头市场接近底部时购买股票，然后在多头市场接近最高点时卖掉全部持股，并把得到的钱放在短期证券中，等待另一次空头市场的买点。另一派人认为，应该购买健全的普通股长期持有，只有在一只股票的前景变差后才卖掉，转买其他更有希望的股票。理想的计划似乎应该在两个极端之间寻找折中点，虽然投机性投资人主要是想买到可能增值的股票，而不是对股市趋势本身有兴趣，但不能理所当然地忽视多头和空头市场的长期走势。多头市场经过相当程度的发展之后，一旦银根宽松的基础开始毁坏，投机者最好检视自己的持股，考虑处理其中大部分持股，这时绝对不可执着于证券当初的买进成本。

我一直持有这样的看法，投资也是一门生意，不会仅按某些教条就能获得持续的成功。刻舟求剑是做生意做企业的大忌，也是投资失败的主要原因之一。有些人认为他们是价值投资者，只要研究公司的基本面，其他什么宏观经济和市场状态都不必考虑，谁讨论这方面的情况，谁就是伪价值投资者。为了证明自己是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《智慧——菲利普·凯睿的投机艺术》

正确的,他们从巴菲特等人的言谈中摘出类似的论述,振振有词。其实,任何人的言论都是针对某个问题某种情境尤其是建立在某种假设之上的,巴菲特也不例外,巴菲特经常表示不预测股价和市场走势,因为谁都没本事保证其准确性。但这并不意味着巴菲特不进行预期,当市场投机性太强太热时,他就会卖出证券,尽管他说自己也不知道市场什么时候崩溃。预期与精确预测是两回事,我们不能因为不赞同后者而否定前者,那简直是埋在沙子里的鸵鸟。

至少从我的经验看,牛市与熊市对企业的业绩是有影响的。从逻辑上说,是企业的业绩导致牛熊的持续与转换。可是,在牛市中,大部分企业融资顺畅,可以用估值高的股票收购其他企业,且因此充分挖掘潜力,业绩“做”得总是不甘人后。而到了熊市,这些激励不再,企业业绩就会“快速下滑”。换句话说,大部分公司都会在牛熊市场中调节利润,牛市的业绩没那么好,熊市的业绩也没那么坏。尤其是像中国这样的新兴市场,暴涨暴跌是常态,一两年就可以高估得过分,然后又低估得离谱。在此期间,如果你仍以价值投资者自居,长期持有泡沫成分极大(公司本身确实没问题)的股票,我们很难判断是因贪婪而赌博,还是坚持真理做正确的事。

关于股市的信用扩张,凯睿的观点是在股价低落的时候加大融资的杠杆,然后在高涨的时候慢慢缩小,最后拒绝杠杆。

“过度扩张信用”是一般交易者最常犯的重大错误,第十一条规则的目的就是抑制这种错误倾向。证券分析师很容易察觉一种现象,管理得最好的公司通常拥有充裕的现金,金额远超过日常营运必要的程度,且很少借钱,更不会让自己的信用额度绷紧到极限。投机性投资人可以把这种良好的管理原则应用在投机冒险上,银行可能很乐意收取交易活跃而健全的股票作为抵押担保品,根据市值的75%~80%放款给投机者。可是投机者如果因此而尽最大的限度借钱,那就非常愚蠢。如果真的这么做,股价只要小幅下跌,投机者的资本就会岌岌可危,以致严重干扰他对价值的判断。精明的投机者不会犯这种常见的错误,融资金额会远低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

于可容许的额度,而且只偶尔借钱。很显然,借钱的最好时机是股价普遍低落时,随后的股价上涨会提高贷款户的净值,强化他的地位。在多头市场的发展过程中,或许应该借由某次定期出脱持股来清偿贷款,处理股票所取得的资金部分转进短期债券。

遗憾的是,我们的资金杠杆使用者往往将过程反过来,在股市低迷时,小心翼翼地使用杠杆,随着市场好转,市值越大,越敢使用杠杆,毕竟底子厚,不怕“断头”了吗?一般来说,这个过程会让我们非常舒服,而且可以在一段时间甚至相当长的时间内“良性循环”,让我们的胆子越来越大,但最终一着不慎,满盘皆输。事实上,即使我们不使用杠杆,在多头市场上,买入持有的策略也会让你的市值不断膨胀,信心越来越足,早忘了“见好就收”的智慧。

问题是,在市场或个股股价顶部使用高杠杆极容易让你的财富“归零”,而非杠杆使用者若悬崖勒马,最多也不过是损失严重而已。

这条反向信用交易规则非常实用,爱好此道者应反复体会,内化为一种投资习惯。

在《投机的艺术》时代,不要说还没有有效市场、投资组合理论和资本定价模型之类的“新式武器”,连“价值投资”也是新发现,所以凯睿的论述极朴素和有经验性。这未必不好,投资这门生意不是科学,它并不随着时代进步,就像古代大富豪的生意经不比盖茨和巴菲特逊色。

我介绍的第二位大“投资家”是20世纪80年代与索罗斯齐名的对冲基金经理迈克尔·史坦哈特(Michael Steinhardt)自传的部分章节,节选自中国台北寰宇出版公司的中译本《华尔街财神》(*No Bull:My Life in and out of Markets*)(2003年2月第1版),2008年1月由中国青年出版社译成《我不是多头》。两本中译本翻译的质量都可以。

关于史坦哈特,活到100多岁的老资格投资家罗伊·R.纽伯格(Roy R. Neuberger)有段评论:

乔治·索罗斯创立了最大的对冲基金公司,迈克尔·史坦哈特(Michael Steinhardt)是不久后出现的另一位对冲基金专家,史坦哈特很聪明,很有魅力(比我年轻得多),他的办公室与纽伯格—伯曼公司在同一栋大楼里,他有一幢房产与我在威斯特郡的房子很近,他是一位非常成功的经理,管理着一只大型对冲基金,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



迈克尔·史坦哈特
（图片来源：搜狗百科）

据我所知，他也是一位严厉的老板。

1995年，史坦哈特对股市厌倦了，他卖掉了手中所有的股票，百分之百地退出股市，他声称自己已赚到了足够的钱，想追寻其他的兴趣。像我一样，他照样去办公室，拿相当一部分钱为自己炒股。

他在北威斯特郡买了我的房产合伙人的房子，还买了许多贝德福特市附近巴豆水库边的房产。我们的房子有很漂亮的湖边景色，能俯瞰整个水库，他的房子就在水库边上。他其中的一处房产有一个巨大的游泳池，此房产曾经属于20世纪早期小说家、写了《美国悲剧》(*An American Tragedy*)的西奥多·德莱塞(Theodore Dreiser)。

史坦哈特进口了许多动物，他在房产中建立了一个动物园，为动物提供所有的东西，营造了一个类似非洲的保护区。

史坦哈特描述的交易生涯精彩纷呈，浅显易懂，让人好生羡慕。如在2008年年初仍然高估的中国股市，可以听听史坦哈特是如何在40年前做空"漂亮50"的(我用的是中国青年出版社的译本)：

这一时期公司内部出现了很大的压力。我们在做空美国"最好"的公司——想想都觉得可怕，柯达、通用电气、强生、可口可乐、麦当劳——都是我们做空的对象，这些公司成长性很好，有竞争优势，有优秀的管理团队，而且很有知名度——它们有着长期投资者想要的一切。我们只有一条最重要的做空理由——价格。我承认经典的卖空不会把价格作为决定性因素，讲卖空的教材上会说要寻找基本面变差、竞争力很弱、红利甚少、资不抵债的公司(这些与机构喜欢的股票形成强烈的对比)。我们有能力预测价值高估的现象何时结束吗？多高才算高？从某种意义上讲，我们所做的事情是与投资常理相悖的。

到了1973年，"漂亮50"终于开始下跌，开始时还没有像1929年那样恐慌性暴跌，但仍是漫长而无情的。日复一日，月复一月，市场持续下跌。经纪人会给我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

们打电话，因为他们在交易大量的股票，他们知道我们在做空，希望我们买回股票。我们拒绝了，继续持有空头头寸，耐心等待更低的价格出现再平仓。这期间，就连那些从我们手里拿走大笔佣金的经纪人也开始憎恨我们，因为在别人都在亏钱的时候，我们在挣钱。人们开始怀疑卖空是非美国的，是纯粹的人为炒作。公司的管理层抱怨空头卖家把他们的股票搞得一团糟。

1973 年，道琼斯指数持平，我们盈利 15%；1974 年，市场下跌了 38%，我们盈利 34%。当“漂亮 50”倒下的时候，绝大多数前期的当红机构基金经理损失了 50%左右，但这也比那些“明星”对冲基金经理强，他们中有人亏损了 80%～90%。人们说我们贪婪、傲慢，对于基金经理来讲，这是高度的职业满足感。

这里最值得汲取的教训是什么？只要是股票价格过分高估，不管企业的基本面恶化不恶化，都有可能做空成功。不少 A 股投资者过分迷信教科书上的“常识”，将为此付出代价。

史坦哈特说了句可能让当时大多数市场中人吐血的话：“在灾难降临的时候能保全自己的资产，这是最能给人带来精神愉快的事情了。”

1974 年 12 月道指跌到 577 点，比 1973 年 1 月的1 000多点高峰低约 50%，史坦哈特的基金在短短一个月内，净部位从－55%变为＋35%，也就是从空头大逆转为多头。他们买股票的方式有些不分“青红皂白”：

我们以略显随机的方式买进一大堆价格个位数的股票(交易价格低于每股 10 美元)，这些股票的价格在空头市场期间大跌。由于时机的掌握十分重要，而我们没有足够的时间进行深入分析，或者轻而易举地转换心理，我们只知道应该赶快把钱投入市场获利，因此，有点不分青红皂白地买进很多股票，其中不少股票的交易价格只及账面价值的 75%～80%，市盈率则在 7 倍左右。我们持有霍华德强生(Howard Johnson)、沙巴达(Zapata)、巴斯实业(Bath Industries)、市郊丙烷(Suburban Propane)、特洛皮卡纳(Tropicana)等公司的股票。我们买进的时点正确，但一如以往，很早就卖出。那一年，我们赚了约 66%。

注意，这种快速买入的方法，也须很早就卖出，其实利润也不少，一年赚了约 66%啊。

史坦哈特总结了那段时间的操作心得：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这段时间，我开始有意识地强调用不同的观点进行分析的重要性，我把不同的观点定义为持有以事实为依据的、明显不同于市场普通观点的看法，我常说唯一有效的分析工具就是高水平的另类观点，这要求掌握更多的信息，比别人更了解局势，还需深刻了解市场的真正预期是什么。这样，正确的另类观点变成共识的过程中不可避免地会带来巨额利润。理解市场预期跟了解基本面知识一样重要，作为一家公司，我们发现自己在这方面做得非常好。20 世纪 70 年代早期我们就是这样严格地使用这个方法的，我们的成功大多来自我们形成的明显区别于市场共识的不同观点。我们在市场快要到顶的时候面对多头势力的狂热做空，在市场底部的极度悲观中做多。

持有不同的观点可以被善意地看成是简单的反向交易，严格而深入的分析和“底部钓鱼”(bottom fishing)的本质区别在于你对自己的观点的确信程度，如果能达到在满街的人们改变观点之前就能事先预知的理解程度，甚至能预测小幅的股价变动，你就有能力不时做出惊人的投资，这些投资一旦被证明是正确的，将导致人们观点的改变和股票价值的重估。这是一种终极的境界。

这里的“底部钓鱼”其实是逢低买进或“抄底”。

类似的例子还有，读者自己可以去读书。我所关心的一个问题是，史坦哈特为什么最终金盆洗手?

其实，在 1978 年，38 岁的史坦哈特就脱离过一次“职业队伍”，理由是：

从我还是一个十几岁的孩子时开始，就几乎把全部的心思都用在股市上，我怀疑自己能否用同样的能力去做其他事情，没有榜样可以参考。我所认识的华尔街上的所有的成功人士都在继续为他们已经不再需要的财富工作，问及为什么还在工作，他们会说一些很空洞的话，如“我喜欢这种游戏”，或者“这是我唯一能做的事情”，或者“这是保持得分的方法”。大多数成功的生意人会在晚年继续工作，很多人成为被动的慈善家。我不知道自己要追求什么，但知道自己要做些不一样的事情。

除了不满足以外，我的身体状况也是一个原因。我接连不断地抽烟，特别是在交易日感到有明显的压力的时候。我体重超重，最重时达 220 磅，没有什么方法能帮我减肥，包括节食、吃药、秘方、神经医师、营养师或者温泉疗养，美国的和国外的，我几乎都尝试过了。我用过催眠术，扎过针灸，有一次还把一个气球放在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

肚子上。我认为自己工作太努力，没有时间锻炼，几乎每一天我都是在交易台上吃午饭的，这当然不是小憩的好地方。为什么要浪费一个小时的时间去健身房或外出吃饭呢？这样可能会踏不准这一天的交易节奏，我把每一天都看成是赚钱的机会，无休止的交易紧张感以及不可避免的成功与失败经常会耗尽我的体能，这些对我的健康来讲都不是好事。

但在一年后（1979年底），史坦哈特还是重操旧业，市场还是很有魅力的。十几年后，他还在股市中留下了所谓的“史坦哈特风格”的操作手法。

这种风格有别于“买入持有”（买进一只股票，不去理会股价浮沉，经过长时间持有，投资赚了几倍之多），史坦哈特自嘲是卖得太早，是“温酒斩华雄式的”。他觉得“买入持有”不必经历操作时承受的大部分压力，而自己的钱却是“辛辛苦苦挣来的”。

关于卖得太早，他举了一个用6个月投资IBM获得30%收益，但IBM以后几年内仍在一路上涨的例子：

有时我想，我卖出过早的原因是，智力上的挑战和成就感要比回报最大化更让我感到愉快，一旦我的判断被证明是正确的，我就会对（挣钱的）底线失去大部分兴趣，开始为下一个想法做准备。作为一家长期受压抑的公司，IBM兴奋了——跟华尔街的错误观点作对感觉确实很好，等到股价开始反转的时候，我已经准备转战别处了，这个挑战宣告结束。跟已经形成的趋势相比，我更喜欢寻找转折点，当大家都认识到IBM是一个好的投资机会的时候，我早就离开了。

沃伦·巴菲特曾说：“如果一只股票你不肯持有10年，那么就别考虑持有10分钟。”我的情况是，我从来没有持有过任何一只股票达10年之久，但我有过持有一些非常好的公司10分钟的特殊经历，且获利不错。

最后一句话挺逗的，史坦哈特真称得上是“短线大师”。

1994年年初，史坦哈特遭遇了投资生涯中最惨烈的一次损失，因大量使用杠杆，遇上美联储五年来第一次提高短期利率，史坦哈特不得不清仓债券多头，亏损30%，损失了10亿美元。在此之前，即1967～1993年，史坦哈特基金的年均回报率达到33.5%，仅有的亏损年是1969年和1972年，都是亏损约1.5%。

1995年，史坦哈特基金最终盈利26%，公司关闭了（这一年他54岁）。1967

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年人们投给史坦哈特1美元，到1995年已变成了481美元，而同期投资标普指数基金只获得19美元。

史坦哈特是有自知之明的：

我越来越感觉到，事业的高峰已经不如以前高了，低谷却比以前更低，当然，1994年是低谷中的低谷，1987年已经很糟糕了，但我至少还能东山再起，又经历了连续6年的成功。而在1994年，我们输了，输得很惨。1987年让我动摇，而1994年把我击溃，我失去了一些再也找不回来的东西。

还记得史坦哈特提及1973年自己的表现吗？他用的是“极致境界”或“极乐世界”，甚至形容自己公司的基金经理如有神助，“有跟上帝联系的直线电话”。

史坦哈特毕竟是高手，他的投资业绩基本上是稳定和出色的。但绝大多数职业投资者就没有这种水平，据我的有限经验，他们往往沉沉浮浮，让人难以判断究竟是运气还是能力。2006～2007年的大牛市，我们身边出了不少“股神”和小私募基金经理，但“随着潮水退去，露出了赤裸裸的没穿短裤的身子”。我有一位老邻居，跟随她的亲戚去投资一家私募，亲戚这两年身家从100万元涨到1 000万元，特别感谢那家私募，便号召周围的亲朋好友一起加入。没想到2008年股市大跌，业绩揩去一半（主要是重仓中国平安），那亲戚的资金从1 000万元跌至500万元，虽说她还是赚了400万元，但不能承受在短短的3个月内“损失”一半的财富，愤怒之至，号召大家不要给那家私募管理费提成。由于众投资者的账户是分开管理的，私募经理也拿他们没办法。我那邻居在跌去三成时，听我的劝告抛掉了股票。我却觉得桥归桥路归路，人家毕竟为你赚了钱，管理费还是要给的嘛。

这是私下的“私募”，数据不多，这两年信托公司发行了不少私募产品，让业绩阳光化了，我们可以查一下中国平安与深圳国投这两家公司的数据，除极少数之外，大多业绩平平，基本上属于散户水平，说明十几年来我们所谓的职业投资者没什么进步。比如这两年，股市中崛起了一位“股神”林园，以往的业绩似真似假，不可捉摸，但有了信托产品后，大家可以验证了。林园发了三期产品：第一期从2007年2月28日至2008年2月20日，这一年的成绩是44.69%，其间上证指数从3 048点上涨至4 567点，上涨了49.84%，跑输了市场；后面两期是在2007年9月17日至20日发行的，到2008年2月15日业绩都是－10.39%，2007年9月19日上证指数是5 395点，到2008年2月15日是4 497点，下跌了－16.6%，只比市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

场少跌了6%左右，总体而言，只能说水平一般，谈不上出色。

为了让我们对被神话的职业投资人有一个感性的认识，我选取了台北市金钱文化公司1998年出版的中译本《交易冠军》(*PIT Bull*)，作者是马丁·舒华兹(Martin Schwartz)。《股市巫师》的作者杰克·史瓦格称这本书是《股票作手回忆录》的现代版，广告做得颇有水平，我满腹狐疑地拿来一阅，结果与我预期的一样，作者谈不上什么成功经验，失败的教训也没什么值得认真思考的。

倒是有一点还可以观察一下，那就是书中描述了“投资丛林”的一幕。

所谓的“交易冠军”，是舒华兹参加了某金融期刊的全美冠军操盘手竞赛，获得了第一名。早在20世纪90年代，《上海证券报》就举办过类似的竞赛，主要是为了吸引眼球，追求轰动效应。我当时就不以为然，现在还是如此。我没有看到过哪位真正成功的投资者的简历中提到过自己是某某操盘大赛的获奖者，这就像一个奥运会的射击手与一位出色的狙击手没什么关系。投资是真枪实弹的生意，而且是持续不断的，一次虚拟比赛有何用。

舒华兹得了冠军后，还真以为自己的能力挺行呢，便成立了自己的基金公司，代客投资(收取4%的固定基金管理费，再加上总获利的20%)。第一年(1990年)舒华兹的两只基金的业绩是18%，高出大盘许多，但他的业绩很快就不行了，遭到了客户的赎回。舒华兹感叹道：“利用他人的资金是你想要赚大钱的不二法门，但这其中也有一些难以避免的坏处，每个人都在身后监视着你的一举一动，永远没有一个人会对你的绩效感到满意。他们总是不断打电话来问东问西的，‘我的资金操作得怎么样啦?’不管你对他们说什么都没有用，他们总是贪得无厌。”

舒华兹劳累过度，感冒发展成肺炎，住进了医院。他身体刚有所恢复，便出院继续研究投资，在第二天凌晨再度被送入医院，“我得了心包炎，我的心包中开始大量积水，在心脏四周包围着膜状囊组织，而这些积水压迫心脏，引起我强烈的疼痛”。

舒华兹终于再次回到家中，等待他的是客户的大量赎回：

整个周末，我都在整理上周不在时所堆积下来的邮件。一封苏黎世来的信中写道：“请贵公司照本人先前指示，将本人所持有之沙伯林纳海外基金全数赎回……”琵巴帝公司的来信表示：“本人在此请贵公司赎回本人持有之沙伯林纳海外基金……”开曼群岛来的信中提道：“请照本人于11月13日去电中之指示，确实赎回本人之持份……”来自巴哈马的邮件也写道：“谨以此信通知您，本人将要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

求赎回所有持份……”“我们要求‘立即’赎回所有持份，最晚期限为 1990 年 12 月 31 日……”“本人将于今年年底取回所有投资于贵处之资金，本人对贵基金操作风险之高深感……”有一封芝加哥来的信中说：“请将本信视为豪斯曼国际公司之正式通知，本公司已决定将于贵处之账户完全结清，并终止原先之协议……另外 7 名投资人，包括豪斯曼和另外总额达 500 万美元的资金从我的基金中抽走。”你想象不到其中有一封信还竟然写道“附注：希望你早日康复”。他们真正在意的只是他们自己的钱罢了。

我希望他们是最后一批要赎回沙伯纳海外基金的投资人，可是我又错了。11 月 26 日(星期一)的早晨，又有一堆传真、信件和快递送到雷克辛顿街头 750 号，里面全是坏消息。巴基斯坦的客户要求赎回，巴拿马的投资人用西班牙文告诉我：“再见!”来自世界各地的投资人都用他们的母语告诉我同一句话：“再见!”我的基金在一个月之内从7 000万美元的规模一下子缩水到4 500万美元，而我还得继续撑过 12 月。我必须好好赚一票才行。

结果舒华兹三度住院，他再次出院的第一天(1990 年 12 月 14 日)，又给客户们写了一封信：

亲爱的伙伴们：

我对于 11 月份的操作绩效延到今日才送交给您，感到万分抱歉，但正如部分投资人所知，我上个月感染了一种神秘的病毒，起先像是肺炎，但后却侵入到我的心包囊中。为了挽救我的生命，我在 11 月 16 日的清晨进行了一次必要的外科手术……

我预期 1991 年将是一个远比今年更有活力的年度，我们基金的规模将在 1991 年下降为4 500万至5 000万美元左右，如此一来，应该可以使诸位投资人的回报率更为提高。将资金继续留在本基金的伙伴们现在就像是我的家人，我将在 1991 年加倍用心为您服务，特别是我由死神手里走过一遭之后。

然而，舒华兹带病硬撑到 1991 年 7 月 31 日，终于认输：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

亲爱的合伙人：

我写这封信是想要通知诸位，我决定在1991年7月底终止我们之间的合伙关系，我将把诸位在1991年度的起始资本退还给诸位，其他款项则将于会计师稽核之后退还诸位。

我的医生建议，如果想要完全复原，摆脱从去年11月起一直威胁我生命的疾病，最好的方法就是让自己处于一个压力较小的环境中。而且我也需要时间放松心情并享受人生。全职操作一笔庞大的资金所带来的压力，对于目前刚从病中康复且亟须平静生活的我来说是非常沉重的负担。我的复原状况远比原先预期的缓慢得多，我不想因缺乏调养而再度发病。我上个月刚刚结束服用普利尼森的疗程，在可以避免的状况下，我不想再次被迫服用此种药物。

过去的八个月是我人生中最艰苦的一段日子，为了对自己和家人有更好的交代，我决定停止交易，暂时休息一下，享受一些人生中较轻松简单的事物，这是我过去为了追求名声和财富长期以来没有办法做到的事。深深地感谢诸位在过去对我的信任与支持，对此铭感于心。

6月份我们亏损了136%，使得本年度收益降低为9.39%，7月份也是小幅亏损。我们将尽快完成会计师的稽核报告，将剩余的金额归还诸位。

诚心感谢。

马丁·舒华兹

舒华兹的命运值得同情，但也提醒我们：自不量力，害人害己。

*Value*杂志有一位读者，热衷于投资内地私募基金，谈到一段颇有意思的观察："做一个成功的投资者并不容易，而且真是个苦差事。我见过一些私募基金经理，要不秃顶，要不白头，个个都活得很累，而且也没有很大的成就感。他们的年纪比我小，可看起来比我老得多，满腹心事，压力重重，脾气极坏，家里人生活得战战兢兢，生怕一不小心惹他生气，这样的钱赚得再多又有什么意义呢？可是一旦走上了这条不归路，就很难回头。"

当这位读者见到一位做信托才几个月的私募经理，因其面临压力，体重一下减了15斤，他便认为其是敬业的表现，颇为欣赏。

可我看后一惊，他会不会是下一个舒华兹呢？

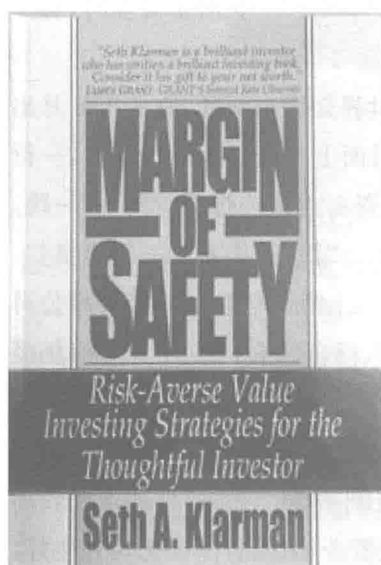
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

安全边际

——由塞思·卡拉曼谈起

2007 年 12 月的 *Value* 杂志刊登了一篇有关塞思·卡拉曼(Seth Klarman)的《安全边际》的读书札记,便有读者上门与我们谈生意,说该书因没有再版在 e-Bay 上的售价已超过1 000美元,他想以1 000美元卖给我们。我当然拒绝了,这价格明显不符合安全边际嘛。但这也让我有所好奇,设法搞到这本书,看个究竟。

当我看完这本书,觉得它对中国现今的投资者极有针对性,便想以内部报告的形式译成中文,让 *Value* 杂志的读者独家分享。



《安全边际》(英文版)

《安全边际》字数不多,译成中文也就 13 万字,分三部分。当我读第一部分《多数投资者会在哪里跌倒》时,眼前一亮,因为根据我近 20 年大量阅读投资书籍的经验,能让读者感到投资是件不容易的事情的书和人是凤毛麟角。

中国股市的历史虽然不长,但已经出现过两波投资(机)方法热潮,第一波是技术分析热,它告诉你只要掌握股市价格走势的基本要素和指标,熟记各种图形模式,再加以变化,便可战胜股市。这对投资人来说是极大的诱惑,因为世上没有比仅看图形就能赚钱更容易的事了。当然,这波潮流在 2001 年开始的大熊市中遭到了彻底失败,因为残酷的行情几乎把所有的技术分析迷信者害惨了。回顾往事,我们发现技术分析的成功者都是"老师",他们只是靠教授技术分析知识和出书赚钱而已,不过,其中的佼佼者下场未必妙。

第二波价值投资热则从 2005 年延续至今。20 世纪 90 年代中期,价值投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

被比较系统地介绍到中国,我和《上海证券报》的同事做过不少工作,但仅是潜流而已。这波热潮与前一波技术分析热看似截然相反,背后的思维方式却是相似的,那就是投资还是简单的,只要你信奉"价值投资",一定能赚大钱。而且我注意到,在民间鼓吹"价值投资"最热烈最夸张的人不少是从技术分析信奉者转变而来的(他们的解释是巴菲特最早也相信技术分析)。

要引起群众的关注热潮,首先要简单易懂,其次是可以自我循环论证,消除怀疑。例如价值投资被人概括成"买入(好公司)持有",多么简单啊。要找好公司还不容易嘛,任何一家商业财经媒体上都会介绍一些好公司,它们往往是行业的龙头或老二、老三,认同度极高。持有,更是简单,那就是安心睡大觉不卖啦。

问题是,买入后股价暴跌怎么办?尤其是买入的股票价格被过分高估,一路下跌个50%乃至70%怎么办?这些"价值投资者"照样有办法,他们高喊考验自己信念的时候到了,现在如果谁动摇了,把股票卖了,就是"伪价值投资者"。一旦股市大跌,他们就会聚在论坛或某些著名"价值投资者"的博客里,相互鼓励呐喊,倒也热闹。

这种对资本急剧损失毫不在意,反而做出快乐状的姿态,在股价高涨时,有不少人就狂喊"暴风雨来了也不怕,跌个50%也没问题"。

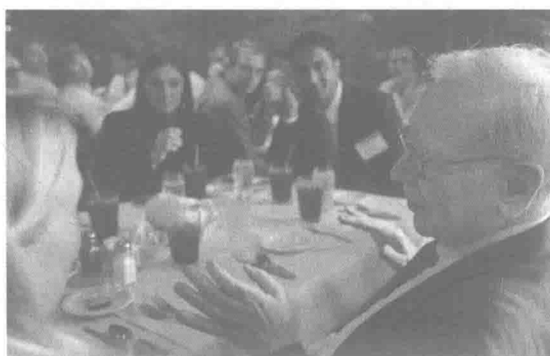
见祖国大陆的"价值投资"如此热闹,台湾的世界知识出版社2008年3月出了一本《超越巴菲特》,作者是周皇仁和梁凯恩。封面上有两行字颇为醒目,一行是"我的人生目标是30年平均复利35%",稍懂投资专业这一行的,都会吓一跳,因为当年巴菲特30年的平均复利不会超过25%吧。"我"是作者之一的周皇仁,作者介绍是"(中国)台湾华波超巴投资公司董事长,上海同亿富利投资管理公司执行合伙人兼基金经理人,巴菲特投资研究团队执行合伙人。15年证券市场经验,近7年复利投资报酬率17.4%,近3年复利投资报酬率35.5%。研究沃伦·巴菲特价值投资法至今12年,超过60 000小时"。周先生在股市里做了15年,近7年年复利投资报酬率17.4%,近3年复利投资报酬率35.5%,这样的业绩我周围的不少朋友都超过了,笔者虽没细算过自己的投资业绩,但肯定要比周先生好,投资只是我的业余爱好,在我看来,只是自己运气较好而已。

另一行字是:"这是股神沃伦·巴菲特高度关注并正在阅读的一本书"。好啊,受到价值投资大师的首肯了。2007年,国内有一本关于"价值投资"的书籍很畅销,有崇拜者献计献策,是不是翻译成英文,让巴菲特瞧瞧,礼尚往来。这回,巴菲特终于直接看中文书了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

怎么回事？原来2006年6月底“与巴菲特午餐慈善义卖会”全球竞标，作者之一梁凯恩以100美元之差“饮恨”输给了段永平，“我们转而将出价竞标传真给沃伦·巴菲特的秘书，告知我们正在着手写这本书，后来得到的响应是：‘沃伦·巴菲特先生很关注，并且允诺一定会好好地阅读本书！’”呵呵，亲爱的聪明的读者，你们认为滥用别人的礼貌是件礼貌的事吗？

当年我得知段永平以620 100美元的代价与巴菲特共进午餐，就认为这不是一个价值投资者的行为，可能是“别有用心”的宣传吧。我的议论马上遭到网友的攻击，而上述的手法再次仅供参考。



巴菲特午餐
（图片来源：腾讯财经）

梁凯恩花大价钱要与巴菲特吃饭干什么？看看他的介绍吧——“亚洲超越极限公司总经理，著名行销大师，亚洲超级演说家，曾获得国际大师马修·史维、罗杰·道森、安东尼·罗宾等授予的14张国际讲师授证。著述《别说不可能》被译成多种语言，发行量超过100万册”。励志大师啊。

励志大师与价值投资有何关系？这个奥妙我有机会再聊，有兴趣的朋友可以看看那些内地所谓著名价值投资者的博客，你会发现他们的内容大多是励志，吸引了一批批急着想发财致富的人。

而《安全边际》的内容风格与《超越巴菲特》之流恰恰相反，孰是孰非请读者明察。

在过去的25年里，卡拉曼所管理的基金年复合回报率为20%，客户当初投资的1美元如今的价值已经超过94美元。卡拉曼虽然没有超越巴菲特，却牢记了他最重要的法则——“不要亏钱”，在25年中有24年成功地做到。卡拉曼是如何做到这一点的？他坦承从不为回报设定具体的目标，他首先关注的是风险，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

判断所承受的每一种特殊的风险是否会带来回报。具体到今天的中国人，如果你为了战胜通胀而急于出手买房或买股票，这就是为投资回报设定具体的目标。若具体到各种基金与理财产品，在你的印象中，又有几家是不暗示自己可能达到某某回报目标的？而结果又有几家能持续地在业绩不大幅波动的情况下获得如卡拉曼那般优异的回报的？

两年前，我曾写过一篇《投资不简单》的读书笔记，而《安全边际》还是告诉大家，投资真的不简单。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股神真经

——巴菲特的真实世界

一

一直很谦逊的巴菲特在管理资产能力方面却当仁不让，多次自认为是天才。如要印证的话，比较好的办法是研究他早期管理对冲基金的生涯，即1956～1969年的巴菲特合伙基金的状况，尤其是投资目标和方法。

我们不妨从巴菲特1959～1969年给合伙人的信中找出些许眉目。

先谈投资目标吧。

一般人（包括我）和绝大部分基金经理或所谓的投资专家都会有这样的想法（大家不一定明说），遇到大牛市，要尽可能地赚钱，等到大熊市，最好是彻底休息，尽可能少赔钱。投资嘛，是靠天吃饭，水涨船高。

其实，这也算是有“自知之明”的表现吧。问题是，我们没办法预测大牛和大熊，更别提牛熊的转换了。我们经常弄不清楚自己是处于大牛（熊）的某个阶段，只能事后诸葛亮，结果，为了让自己不错过大牛市，要么在熊市初期大抛股票，要么在熊市中期大买股票。

巴菲特的投资目标与我们大多数人恰恰相反：

第一种定义更确切地说是“传统投资”，其真正的含义是“当大多数人赚钱时，我们也赚，而且赚的程度差不多；当大多数人输钱时，我们也输，而且输的程度也相当。”这和我们的理念是完全不一样的，我们的定义是“当大多数人赚钱时，我们也赚，而且赚的程度差不多；当大多数人输钱时，我们也输，但是输得少一些。”很少有投资计划可以达到第二种定义，我们当然也不保证一定能达到这个目标，但是我们正在朝这个方向努力。（1966年7月12日）

概而言之，巴菲特的投资目标是：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在熊市中取得优秀的业绩,在牛市中取得平均业绩。(1960 年 2 月 20 日)

换句话说,以道琼斯指数为业绩基准(20 世纪 70 年代后的伯克希尔改为标准普尔 500 指数),如果市场下降 35%~40%,巴菲特合伙基金大约只会下降 15%~20%;如果市场基本持平,巴菲特的业绩大约会在 10%左右;如果市场上升 20%或者更多,巴菲特将尽力达到这个水平。

巴菲特假设,长期而言,如果道琼斯指数年复合收益率达到 5%到 7%,他的合伙基金业绩达到 15%~17%。

巴菲特对那些在牛市中洋洋得意的投资人从来不以为然,后来把他们比作光着屁股的裸泳者,大潮退去,定会羞愧不已。他早年对"靠天吃饭"的投资人的形容是坐在池塘里的鸭子:

当池塘里的水(市场)上升时,鸭子也随之上升,当池塘里的水下降时,鸭子也就回到原处。我认为鸭子只应为自己的行为得到赞誉或指责,而河水的上升或下降是鸭子无法控制的……河水的高度对巴菲特合伙基金的业绩也非常重要,然而,我们这些鸭子有时自己也会拍打拍打翅膀的。(1964 年 7 月 8 日)

不幸的是,绝大部分资产管理人(包括基金经理)都是不会拍打翅膀、坐在池塘里的鸭子,按巴菲特的看法,他们没资格替别人管钱,因为他们根本没有投资能力,只靠池塘里的水位不断上升而赚钱。而巴菲特对自己的要求是:

我们的投资策略就是不管涨潮退潮,都要努力地向前游。如果合伙基金只能取得像仰泳也能达到的业绩,那我们就没有存在的必要了。(1965 年 1 月 18 日)

当然,对一般投资者而言,做一只水涨船高的鸭子也不坏,所谓的长期持有(投资)或买入持有就是这个意思。但我们没必要把钱交给主动投资型的那些鸭子,他们以收管理费为生,狠的还要业绩分成,凭什么?2008 年,巴菲特仍劝大家买管理成本低、上升型的"鸭子"——指数基金,就是基于这个道理。

明白了吗?当那些基金管理人以动人的、有说服力的历史数据来证明长期投资的收益时,你得问他们:"你如何拍打自己的翅膀,比无能的鸭子业绩更好一些?"如果他讲不清楚,你再问他们:"你们这儿有没有指数基金?"与其我们把这群

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

鸭子养得肥肥的，不如自得其乐。

那么，巴菲特又是如何拍打翅膀，成为与众不同的鸭子，最后成为一只天鹅的呢？

1962 年 1 月，巴菲特开始向合伙人系统地介绍自己的投资方法，它分三大类：



股神巴菲特
（图片来源：金融界网站）

第一类投资："Generals"（低估类投资）

这类投资是指那些价值被低估的证券，在合伙人期间，它基本上是基金占比最大的投资。巴菲特通常会在 5～6 只这类证券上建立相当大的仓位（大约占合伙基金资产额的 5%～10%），在其他 10～15 只证券上建立相对较小的仓位。

低估主要是从定量指标上来说的。这类投资缺乏市场魅力，乏人问津，通常并无因素表明其股票价格会马上回升，它们的主要优势是价格便宜，也就是说，其价格远远低于这家公司对一个私人股权投资人的价值（内在价值）。

巴菲特又补充道：

虽然定量的指数非常重要，但定性的指标同样重要。我们喜欢优秀的管理层、不错的行业以及过去僵化的管理层或股东中的一点"骚动"，不过，最看重的还是价值。（1964 年 1 月 18 日）

因为这些证券一定是有缺陷的，也正是由于缺乏市场魅力或是可能导致价格回升的因素迟迟不出现，巴菲特才能以相对其内在价值较低的价格买入。

投资这类证券，安全边际最重要。通俗地说，对买入时点的选择远远强于对卖出时点的选择，只要买入是一个好价格，卖出是不是好价格并不重要，不必一直持有至"最后一段甘蔗"，冒着又被套牢的风险。

第二类投资："Workouts"（套利类投资）

与"Generals"不同，这类投资的价格更多取决于公司的经营管理决策而非买卖双方的供求关系，也就是说，巴菲特可以合理地预测这类投资实现收益的时间、金额以及阻碍因素。影响投资价格的公司行为包括合并、清算、重组和分立等，巴菲特一般不借款（1967 年他引用一位合伙人的评论："对一个头在水下的人来说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

即使是五分钟，也是非常漫长的。”），但对套利类投资使用了部分借款，上限是净资产的 25%，如果剔除杠杆所带来的好处，这类投资的年化收益率一般在 10%～20%之间。

巴菲特不会根据流言或内幕信息采取行动，一直要等到从报纸上得知此类公开信息后才采取行动。这类投资的主要风险并不在于大盘趋势（虽然在一定程度上也有关联），而在于可能影响公司行为并使其无法实现的事件，这类具备杀伤力的事件包括反托拉斯或者其他的政府行为、股东反对、税务限制等。

这类投资的利润率一般非常低，一位朋友形容这就像是别人拿走了 95%，而我们在捡剩下的 5%。然而，其回报可预见性较高且持有期限较短，因而，年化收益率还是相对可观的。（1964 年 1 月 18 日）

1963 年 1 月 18 日，巴菲特向合伙人汇报：

从审计报告中可以发现，去年快速换手的股票总额达到340 000美元，这主要是我们在接近年末时的一些 workout 交易。这类交易几乎没有竞争对手，能在锁定的一小段时间内创造 10%（交易利润率而非年化收益率）的利润，还降低了基金的市场风险。

第三类投资："Controls"（控制类投资）

这类是指巴菲特要么控制了这家公司，要么买入了相当多的股份，从而可以影响公司的经营管理决策。一般说来，它是由"Generals"而来，即如果在相当长的时间内，"Generals"类投资的股票价格一直没有体现其价值，巴菲特就会买入相当大的比例，最终可能会控制部分股份甚至是全部股份。

巴菲特的脑子很清楚，在"Generals"的投资状态下，他是在搭公司管理层的"顺风车"，只求获利了结。但到了"Controls"，巴菲特在 1965 年 1 月 18 日便表示：

我们并不想因主动而主动，如果结果一样，我宁愿让别人干活。但如果主动管理能够优化资本运用，我们绝不会站在一旁袖手旁观。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

关于“Generals”与“Controls”的关系，巴菲特说过一段很值得我们深思的话：

如果我们买入Generals的价格长期在低点徘徊，我们会考虑购入更多的股份，这样Generals类投资就可能演变为Controls类投资。但如果Generals的价格在购入几年内迅速攀升，我们通常会考虑在高点获利了结，完成一次漂亮的Generals类投资。(1962年1月24日)

买股票是用来获利的，尤其面对迅速而来的暴利，没必要感情用事(贪婪的另一种解释)。2006～2007年的大牛市，人们从高喊“死了都不卖”到股票变成了“收藏品”，误人误己啊。

巴菲特在1965年7月9日也强调“Generals”和“Controls”投资的估值基础不同，“对Controls类投资来说，资产价值和盈利能力是估值中最重要的考量因素，对只拥有少数股权的Generals投资而言，尽管资产价值和盈利能力也非常重要，但它们只能间接地影响公司的股票价格，短期内它们可能会也可能不会对公司股票的供求关系产生影响，供求关系的变化才直接导致股票价格的变化。一旦取得了控制权，我们就拥有了一家企业而非一只股票，因此，从企业的角度进行估值更妥当。”不过，估值角度不同，并不能改变巴菲特实现利润的意愿。

巴菲特投资Dempster公司就是一个很好的例子。

Dempster是一家主营农业用具、灌溉系统、供水系统以及自来水管道的公司。1956年，巴菲特开始把它视为一项“Generals”投资，当时该公司股价为每股18美元，其账面价值为每股72美元，其中，流动资产(现金、应收款项和存货)减去全部负债后的净值达到每股50美元。Dempster过去业绩非常好，但最近几年只能达到盈亏平衡。从定性指标看，公司所处行业竞争激烈，管理层素质一般，但从定量指标看，公司的价格远低于其价值。巴菲特认为这类投资有七八成的可能性会在1～3年内获得可观的收益。

不过，巴菲特的预期没有实现。随后5年，巴菲特不断小批买入，自己也进入了公司董事会，管理层却无法扭转价格远低于其内在价值的局面。到了1961年8月，巴菲特取得这家公司的控股权，平均买入成本为每股28美元。巴菲特先将公司的副总裁提升至总裁，仍然没用，还好芒格在1962年4月介绍了一位专业管理人Harry Bottle出任公司主席。1963年以来，巴菲特将Dempster以每股80美元账面净值出售给了新东家，因为买价便宜，巴菲特的收益还不错。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在1965年1月18日给合伙人的信中,巴菲特又把"Generals"分成两类,原来的(被低估的股票)称之为"Generals-Private Owner Basis",另一类是"Generals Relatively Undervalued"。

后者被称为第四类投资方法,主要包括那些相对同类质地公司的价格较低的股票。虽然按照目前的估值方法,这类投资价格被低估,但对私人投资者意义不大(通常由于规模较大)。

巴菲特并没有好好地对这类投资展开讨论,当时他刚刚开始研究和尝试。后来受芒格和费雪的影响,巴菲特强调要投资有品牌和"护城河"的好公司,它们不会像Dempster那样容易被长期低估,倒是十有八九被高估。这类股票有时仅仅只是"不贵"而已,相对低估。正如巴菲特指出的那样,这类公司的内在价值不能和私人股本投资等量齐观,但它们究竟溢价多少呢?巴菲特当时也在琢磨:

> 和Generals-Private Owner或Workouts类投资相比,这类投资更容易因此陷入深渊。我相信,一旦将这种风险降至最低,该类投资的未来将非常光明。(1965年1月18日)

从巴菲特后来的实践看,这类投资是非常成功的,如美国运通、可口可乐和华盛顿邮报等,但"传统"的价值投资者似乎还是以巴菲特所言的前三类投资方法为主,所谓艺高人胆大吧。

我已多次提及,要用好价格买好公司的机会确实不多,应尽量努力。我们尤其不能以为是好公司就不计代价地买。牢记巴菲特的告诫吧:

> 寄希望于最终购买者的投资肯定是项糟糕的投资(在华尔街,这被称作博傻理论)。所谓好的投资是以低廉的价格买入,即使只是以合理的价格出售,也能获得不错的利润。(1965年1月18日)

二

巴菲特列举的三大投资方式并不是表明盈利之道的多样化,而是为了对冲市场风险。

在三大类中,"Workouts"(套利类投资)、"Controls"(控制类)和道琼斯指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的表现基本无关。恰恰相反，如果持有 Workouts 的比重较大，巴菲特的基金在熊市中的表现会非常之好，但牛市中的表现会非常糟糕。

和市场整体走势的联动性很强，与道琼斯指数的表现基本同步的投资方式是"Generals"(低估类投资)。巴菲特提醒合伙人注意：

东西便宜并不意味着它的价格不会进一步下跌，如果市场突然下跌，这类投资通常也会和道琼斯指数同步下跌。在类似 1961 年的牛市中，这类股票是我们业绩表现最好的投资。同样，当市场下挫时，这类股票也是最脆弱的。(1962 年 1 月 24 日)

成长股理论的阐释者、老费雪的儿子肯尼斯·费雪也是个很有名气的资产管理人，他在 20 世纪 80 年代曾提出了"市销率"这个新指标，轰动不小。2007 年，小费雪在他的新著《股票投资只需知道的三个问题》中，从宏观到微观，否定了大量有关影响股票价格的重要因素(包括他自己发现的市销率)，最后认为中长期真正影响股票走势的是供求关系。

小费雪从事了几十年的资产管理工作，最终绕了一个大圈子回到了再简单不过的"供求关系"。我们也许会忍俊不禁，但小费雪还是继承了父亲直言不讳的一面，说出了行业弄潮儿身不由己的真相。

当然，如果小费雪认可巴菲特 20 世纪 60 年代致合伙人的信，他就应该看到老前辈早已多次断言这类"Generals"股票投资的价格决定因素就是供求关系。

行文至此，争议也许会来了，至少作为价值投资者，长期决定股票价格的因素应该是其背后公司的基本面吧？对，我们早说过如果股票指数是长期向上的，长期投资基本面好的公司一定是盈利的，关键是你选择的股票能否超越指数或至少与指数业绩匹配。"长期"究竟有多长？如果牛市长达 7 年，甚至 10 年，你手中的股票成了大明星，涨了几倍，抛不抛？抛了，你又买什么？大牛市中的股票价格一般都不便宜啊。接着是大熊市或小熊市，你的明星股票组合跌了 50%以上，抛还是不抛？你买的所谓低估股票不涨反而大跌，又如何？

还有一点很关键，下面我们要讨论若要超越股指，集中持股是个极好的办法。问题是，集中持股，价格波动极大，而且不排除资本金的巨大损失。

小费雪不是傻瓜，他说出了投资非套利类与控制类以外股票的市场困局，尤其是如果你是资产管理人，大部分客户是无法接受业绩上蹿下跳的，结果就像我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

们观察到的，绝大部分资产管理人不约而同成了池塘里的鸭子。

巴菲特也清楚地意识到在投机大潮之下，市场受供求关系影响而沉浮，单靠"Generals"也无能为力：

我的导师本杰明·格雷厄姆过去常常说："投机本身并不违法，也并非不道德，当然也不足以致富。"去年如果一直食用投机食谱，你很容易变胖，所以我们继续吃我们的燕麦粥。但如果人家普遍消化不良，您也不能指望我们完全没有任何不适反应。(1968 年 1 月 24 日)

有了与股市关联度很小的"Workouts"和"Controls"，只要资产泡沫化不是过分严重，基金的业绩状况就会比较平稳。

1965 年 1 月 18 日，巴菲特向合伙人比较了 1962～1964 年"Generals"和"Workouts"的业绩(参见表 1)。

表 1　　1962～1964 年 Generals 和 Workouts 的业绩比较

年 份	Generals	Workouts	道琼斯指数
1962	－1.0％	＋14.6％	－8.6％
1963	＋20.5％	＋30.6％	＋18.4％
1964	＋27.8％	＋10.3％	＋16.7％

从表 1 中可以一目了然，1962 年"Workouts"力挽狂澜，为合伙基金贡献了大部分的收益；1963 年，两类投资的表现都极好，尤其"Workouts"为合伙基金大幅跑赢指数，奠定了胜局；1964 年，"Workouts"类投资却大幅拖累了合伙基金的业绩。

总之，如果熊市 100％是"Workout"、牛市 100％是"Generals"的合伙基金业绩好，但由于市场无法预测，巴菲特只能将几类投资方法组合起来相互对冲：

我认为，我们的投资组合比市场平均组合更加保守，在市场上升时更是如此。我试图持有部分与市场变动"绝缘"的股票，随着市场的上扬，这部分股票的比重会进一步增大。当然，与市场的绝缘是把双刃剑，特别是在市场这个大火炉热气腾腾时。环顾四周，我们会发现，即使是业余厨师也能烧出美味可口的菜肴，而我们自己的大部分股票却根本不在炉子上。(1961 年 7 月 22 日)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了不起的是，巴菲特很早就认识到了资产管理乃至投资事业的本质，请看1966年1月20日的见解：

投资管理的一大缺点就是它不存在惯性作用，简单地说，如果通用汽车占据了54%的家用新车市场份额，由于客户忠诚度、经销商网络、生产能力、终端形象等原因，1966年它的市场份额估计差不多也是这个数字。但对投资管理业和巴菲特合伙基金来说并不是如此，每年我们都是重新出发，从零开始。所有的投资项目都是以市场价格计量，因此，1966年的合伙人，无论是新合伙人还是老合伙人都很难因我们在1964年或1965年的辛勤工作获利。

这段话对刚入股市的新人而言，可能以为是巴菲特的自谦或是套话，但在资本市场越是呆得久，越会感叹巴菲特的悟性与表达能力。这也是资产管理人与投资人日夜焦虑之所在。

三

集中投资的重要性直至近几年才广为人知，如"凯利公式"成为人们讨论的热点，因为它是与分散投资（鸡蛋不要放在同一个篮子里）的"常识"严重相悖的。然而，巴菲特早在20世纪50年代末就采取了集中投资的策略，1957年，巴菲特重仓持有新泽西州 Commonwealth Trust 公司的股票，占基金全部资产的百分之十几。巴菲特保守估计公司内在价值为每股125美元左右，由于它不支付现金股利，股价只有50美元，市盈率5倍。巴菲特用了一年左右的时间以每股51美元的平均成本买入这家银行12%的股份，成为第二大股东。1958年年底，巴菲特以当时市场价20%的折扣，即每股约80美元抛出公司的所有股票，然后买入 Sanborn Map 公司的股票，占合伙基金资产总额的35%。

顺带提一下巴菲特的卖出理由，除了 Sanborn Map 是一个更有吸引力的目标之外，他又指出：

以每股80美元买入 CommonWealth 的投资者仍能在几年后完美地退出。但对我们来说，以80美元的价格购入135美元的内在价值所享有的安全边际与以50美元的价格购入125美元的内在价值所享有的安全边际是完全不同的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

(1959 年 2 月 11 日)

巴菲特在 1965 年 1 月 18 日给合伙人的信中,将大多数基金经理不能跑赢随机选股归因于以下五个因素:

(1)集体决策。这或者有失偏颇,但如果所有相关各方都真正参与投资决策,那几乎可以肯定,杰出的投资管理只能是镜中月、水中花。(2)遵循公司投资政策及保持与其他大型投资机构相似的投资组合的倾向。(3)制度限制。在目前的制度下,保持"中庸"是最安全的投资之道,特立独行的投资行为所带来的个人利益与需要承担的风险并不匹配。(4)坚持非理性的分散投资策略。(5)惰性。

巴菲特在(4)中采用了"非理性"的分散投资策略,这里的"非理性"与"过度"可以互换。在同年 11 月份,他提醒合伙人注意又新加入一条投资基本原理:

我们并不像大多数投资管理机构那样分散投资,与之相反,如果一项投资满足以下两个条件,我们可能将基金资产的 40%投资于这一项目上:(1) 依据的事实和推理的过程正确的概率非常高;(2)因各种因素变化导致投资内在价值大幅波动的概率非常低。

1966 年 1 月 10 日,巴菲特在给合伙人的信中专辟一节讨论集中投资。因为这个问题十分重要,至今对大部分投资人(包括我)来说还是个难题,这儿全文引用:

我当然也希望有 50 个不同的投资机会,每个投资机会的年预期收益率(可能的投资结果与概率的乘积)都至少超越道琼斯指数 15 个百分点。如果这 50 个投资机会相互之间并不相关(所谓相关是指一个投资机会的产生与另一个投资机会有关),我非常乐意在每个投资机会上平均分配资金,满怀信心地等待合伙基金的最终投资业绩超越道指 15 个百分点。

但事实并不如此。

我们非常努力才能发现为数不多的几个有吸引力的投资对象,我所说的有吸引力的投资对象是指其年投资回报率至少可以超越道琼斯指数 10 个百分点,这仅有的几个投资对象的预期收益率的波幅可能相当大。我们常常思考的一个问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

题是:到底要投多少钱在排名第一的投资项目(按照相对收益预期值排序)上,要投多少钱在排名第八的投资项目上?这在很大程度上取决于这两个项目的预期收益率的差距有多大,也取决于排名第一的投资项目取得较差收益率的概率有多大。两项投资的预期收益率可能相同,但其中一项投资的收益率估计有0.05的概率低于道琼斯指数15个百分点,另一项投资的收益率估计只有0.01的概率低于道琼斯指数15个百分点。前者预期收益率的较宽波动幅度降低了集中投资的可能性。

实际的投资操作并不像以上所讲得如此精确,但我们的任务就是根据确定的事实,基于各种经验进行适当的推理,最终计算出各项投资的预期收益率。在这个过程中,我们将不可避免地受到理智和感情双重因素的影响,这才是投资管理业务的内涵。不管你有没有意识到自己进行了上述计算,长期的投资业绩将客观地评价你的计算能力。

我确信,任何一只基金(不管是1 000美元还是1亿美元),即使只将取得良好业绩作为一个次要目标,也不会考虑拥有100只股票。加入第100只股票不仅降低了投资组合的整体业绩,而且不能有效地降低投资组合业绩波动的风险。

有些投资人在审慎分析各个投资对象后仍然坚持过度分散的投资策略,我称这种投资策略为"各来一个的诺亚投资策略"(Noah School of Investing),这类投资人应该去驾驶诺亚方舟而不是进行投资。诺亚这么做遵循了生物原则,但投资人这么做就是偏离了数学原则。

当然,其他人不理智的过度分散投资并不能证明我们集中投资的方法就是正确的,我们必须根据投资目标推敲自己的投资方法。

最佳投资对象是预期收益率和可容忍期望值误差的最佳组合,可选择的投资对象的范围越广,实际收益率和预期收益率之间的误差会越小,当然,预期收益率也会越低。

集中投资的策略很可能导致某一年或者某几年的业绩大幅低于分散投资的业绩(当我谈论"业绩"时,指的是相对于道琼斯指数的业绩),但它很可能在以后年度带来丰厚的回报。我相信这个投资策略将会提高我们的长期收益率。

事实已经证明了这一点,合伙基金相对于道琼斯指数的优势从1958年的2.4个百分点提高至1965年的33.0个百分点。与其他投资基金相比,你会发现我们相对道琼斯指数的波动幅度非常之大。采用分散投资的方式或许可以降低波动率,但同样也会降低合伙基金的长期收益率。回过头看,我认为之前要是持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股更为集中就更好了。

以上就是我对新加入的基本原理的一些考虑。

此外,我再重申一次,这种投资方法在某种程度上是反传统的(反传统本身并不意味着对或错——只意味着你应该独立思考这个问题),您可能持有不同的观点——如果确实如此,那么,巴菲特合伙基金并不适合你。我们只在非常罕见的情况下才会将合伙基金资产的40%投入一项投资中,一旦发现这种机会,我们会毫不犹豫地这样做。在过去9年里,投资额占到合伙基金的25%以上的投资对象大约有5~6个,所有这几项投资预计都能大幅超越道琼斯指数,而且出现重大永久性本金损失的可能性非常小(这不是指短期的股票市场报价,短期的股票市场报价会发生任何事情。这也说明集中投资策略将增加各年收益波动的风险)。在进行投资选择时,我会剔除那些可能导致投资组合整体业绩低于道琼斯指数10个百分点以上的投资对象。

目前,我们持有两个投资额超过基金净资产25%的投资项目——其中一项是"Control"类投资,而另一项我们永远都不会积极参与其内部管理。需要指出的是,合伙基金1965年的业绩主要来自五项投资,这五项投资1965年的收益(其中有几项过去也贡献过一定的收益)从8 000 000美元到3 500 000美元不等,而合伙基金1965年最小的5项"General"类投资的收益情况就非常普通。

有趣的是,关于投资管理的各种论述都回避了最佳投资分散度的计算,所有的文章都提出要"充分地"分散投资,却从未解释是如何得出这个结论的。按博学多才的Billy Rose的话来说,过度分散投资实质上就像"你虽然有70个后宫佳丽,可你一个也不了解"。

尽管我认真地读了两遍,也似乎明白了字面的意义,但仍无法有把握地将巴菲特有关的"数学原则"用于自己的投资实践中。说得更明白些,我确实喜欢"集中投资",但发现业绩波动幅度之大超出自己所能承受的。我也考察过喜欢集中投资的投资家的历史业绩,如芒格等(20世纪70年代),但发现他们出现了年业绩30%以上的亏损。只有巴菲特(恕我孤陋寡闻)的波幅是最小的,至少他没出现过年业绩在5%以上的亏损(应该说这些年来没什么亏损)。

控制不好的"集中投资"有点类似于在空气强对流中飞行的飞机,它比地下的火车快,可上下左右摇晃的幅度太大,让人受不了,尽管最后安全着陆。

不过,我在上面讨论三类投资方法时已提及巴菲特可以对冲市场风险,而且

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可以利用"Workouts"与"Controls"将集中投资与市场波动"绝缘"。如果我们能做到这一点,相信业绩波动幅度会减轻(这可能也是一厢情愿,谁说"Workouts"尤其"Controls"好做?)。

此外,联系到巴菲特在1967年10月9日给合伙人信中的有关定性与定量的关系讨论,我们也能寻找到一些蛛丝马迹:

对股票和投资环境的评价包括定量和定性因素,极端地看,专注于定性因素的分析师会强调"买入正确的公司(前景良好、行业景气和管理层优秀等等)",专注于定量因素的分析师会强调"以正确的价格买入股票"。这两种方法结果通常都不错。当然,一般来说,每个分析师都会在一定程度上考虑这两方面的因素,而不会只看某方面的因素以致完全忽略另一方面,被归于哪一类取决于他更看重哪方面的因素。

有趣的是,虽然我认为自己属于定量分析派,但这些年来我最成功的投资决策都是在充分地考虑定性因素后做出的,这种对定性因素的判断力,我称之为"高概率事件洞察力"(High-Probability Insight),这可是我们赚钱的秘诀。然而,正如洞察力通常是很少见的一样,这种机会也是非常少见的,对定量因素的考量一般并不需要洞察力——这些数据本身就会狠狠敲你的头。总之,赚大钱的投资机会通常来源于正确的定性决策,但更多确定无疑的利润则来自那些正确的定量决策。

所谓"赚大钱"的投资机会应该是指集中投资吧,巴菲特认为它的成功来源于被称为"高概率事件洞察力"的定性因素,这是天赋啊!

四

1969年年底巴菲特向合伙人们宣告,他退休了。

众所周知的原因是巴菲特觉得在日益短视和投机的市场中找不到什么重大的投资机会。巴菲特是不会对狂热投机派妥协的,他1967年1月明言,我不会转向那种"如果你不能打败他们,那就加入他们"的做派,我的投资哲学是"如果你不能加入他们,那就打败他们"。现在既然打不败他们,不妨退出吧。

但我这次细读这些巴菲特早年的书信,感受到了一个更真实人性的原因。

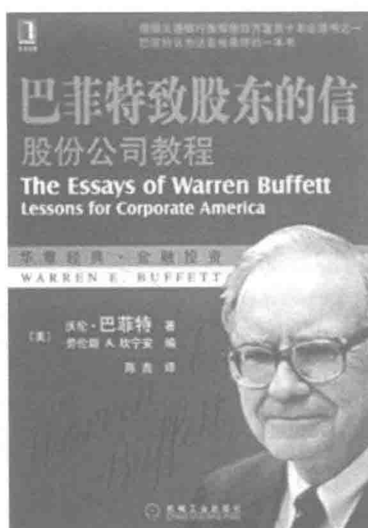
那就是个人动力,巴菲特在1967年10月9日坦承:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在合伙基金最初启动时，我确定了投资的基调："取得超越道琼斯指数10个百分点的业绩"。那时我还比较年轻，没什么钱，也更激进。即使没有上述外部因素的影响，我认为个人环境的改变也会使降低车子的运行速度成为必要。我在生活中看到过很多类似的事情，特别是在企业经营中，在没有必要这么做后，仍然出于惯性保持高速运转(甚至加快速度)。Bertrand Russell 提到过两个在第一次世界大战后住在他的庄园的立陶宛女孩的故事：虽然 Russell 的饭桌上食物非常丰盛，但晚上天黑以后，她们仍然会逃出去，从隔壁邻居那里偷一些蔬菜藏在屋子里。Russell 爵士对这两个女孩解释说，这样的行为在第一次世界大战期间的立陶宛是必要的，但在英国的乡村是不合时宜的。尽管这两个女孩点头表示同意，但还是继续偷窃的行为。最后，Russell 爵士只能满足于这样的想法——虽然她们的行为对邻居来说非常奇怪，但实际上和老洛克菲勒的行为并无差异。

简单的自我剖析告诉我，如果不全力以赴，我将很难达到原定的投资目标，而现在全力以赴变得越来越没有意义了。我更倾向于一个允许一些非经济行为的投资目标，这意味着合伙基金的行为有可能超出投资领域或者合伙基金并不完全按照经济利益最大化进行投资。典型的例子是在投资于一家收益还不错(但并不是杰出的)我又很喜欢的"Controls"类投资时，出现了其他的预期回报率更高的投资机会。此时，虽然卖出这项投资可获得更多的利润，但我更喜欢继续持有，并通过略微调整其财务战略不断改善其经营业绩。

也就是说，我更愿意投资那些合理、简单、安全、有利可图、令人愉悦的投资项目，这不会让我们变得比以前更为保守，也不会降低投资下行的风险，反而会减少投资上行的可能性。



《巴菲特致股东的信》

相信当时的合伙人听得一头雾水，有"后发优势"的我们知道这正是20世纪70年代中期开始的伯克希尔新事业。

其实，我在读罗杰·洛文斯坦所著的《沃伦·巴菲特传》时也多少体会到这层意思，但没有直接阅读巴菲特给合伙人的信来得真切。应该说，我在读这些信的过程中，不自禁地感叹巴菲特的少年老成，要知道他1969年清盘合伙人基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金时只有 40 岁，这真是天赋啊。

在 1969 年最后给合伙人信的结尾，巴菲特富有激情与憧憬地说：

有些合伙人问我："你打算将来做什么？"对此，我尚未有答案。我知道我 60 岁时，我追求的个人目标肯定与 20 岁时有所不同。

投资占了我成年以后的 18 个春秋里几乎全部的时间和精力，因此，除非我现在把自己从投资中抽离出来，否则我想我不能在未来的岁月里追求新的目标。

我不由笑了，你猜我笑什么？40 年过去了，巴菲特已远远超过 60 岁，他重读这些话语，又会怎么想？

五

最后感谢张芹的翻译，她在会计师事务所从事繁忙的工作，却一丝不苟地奉献出了如此干净亲切的文字，让我们得以享受巴菲特的智慧与情感。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

自信,还是自负?

——比尔·米勒的滑铁卢

2008 年 5 月 1 日,我在赴韩国度假的飞机上阅读一份上海市民报纸,该报报道有一客户状告某外资银行,说他买了一款美国雷格·梅森基金产品,销售人员只告诉该基金经理比尔·米勒(Bill Miller)连续 15 年打败标准普尔 500 指数,却不说他这两年(2006 年和 2007 年)跑输大盘的情况。当然,该客户未必多么热爱真相,而是雷格·梅森基金让他亏大了。

我不由想到,若他是 *Value* 杂志的订户就好了,因为 *Value* 杂志这几年比较系统地介绍了海外多名投资大家与基金经理,比尔·米勒就是其中一位。而且,我们秉持了客观独立的精神,有一说一,有二说二,成功之处要介绍,失败与挫折也得分析,甚至我们觉得比美国相关媒体的信息还要直言不讳。将心比心,我们若评论国内投资人士的失误,所受的压力也会很大的。



比尔·米勒(Bill Miller)
(图片来源:新浪财经)

截至 2008 年 8 月,包括比尔·米勒在内的大多数价值投资型基金经理的日子都不好过,如果事态再延续下去,这可能是他们职业生涯中最难堪的日子。如果我们看看米勒所管理的基金 5 年净值增长与标普 500 走势比较图(参见图 1,数据截至 2008 年 6 月 30 日),会发现他这一年来简直是惨败,跌势像陡峭的山崖。从该基金 10 年净值增长与标普 500 走势比较图(参见图 2)看,在 2000~2003 年,米勒的基金也有过一次暴跌,但那次与标普 500 的走势基本相吻合。而这回米勒的基金与标准普尔 500 指数的背离太大了,像一匹脱缰的野马,失去了控制,一头栽了下去。单从米勒的基金走势看,这大半年它更像是一只暴跌的中国 A 股指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

数基金。如果你是一个美国客户,享受这种“待遇”,滋味如何?

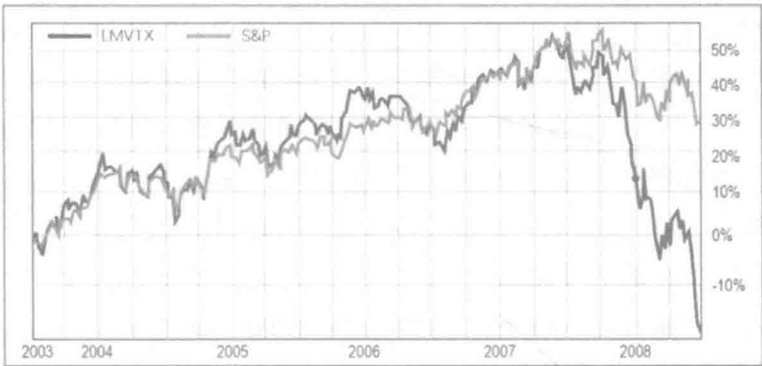


图 1 LMVTX(Legg Mason Value Trust)5 年净值增长与 S&P500 走势图

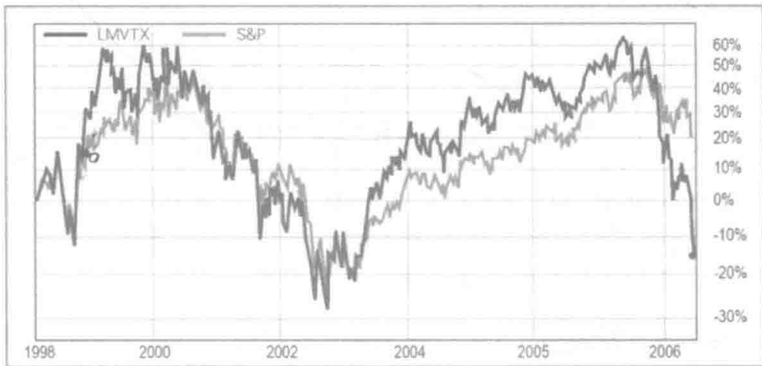


图 2 LMVTX 10 年净值增长与 S&P500 走势图

就具体回报而言,截至 2008 年 6 月 30 日米勒的基金亏损了 16.83%,标普 500 是—3.8%,同业也仅亏损了 3.55%,都要相差 13%以上;以一年衡量,该基金亏损了 28.11%,同业仅亏损了 6.11%,标普则是—6.7%,相差 22%左右。以 3 年和 5 年计算,米勒的基金与同业相比也相差 11.08%和 9.77%,有失水准啊(参见表 1)。

表 1　　LMVTX 回报(截至 2008 年 6 月 30 日)

回报期	LMVTX	同业	相差	S&P500	相差
2008 年以来	−16.83%	−3.55%	−13.28%	−3.80%	−13.03%
1 年	−28.11%	−6.11%	−22%	−6.70%	−21.41%
3 年	−3.38%	7.70%	−11.08%	7.57%	−10.95%
5 年	2.80%	9.67%	−6.87%	9.77%	−6.97%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们且不提米勒在几只重仓股上的失误,即使以该基金的行业配置分析,他的运气也太差了。米勒基金的第一重仓行业是金融业,达 22.36%,这波行情跌得最惨,而同业配置也达 17.1%,就罢了。但米勒在与金融紧密相关的消费服务业也配置了 21.5%,而同业的配置只有 7.88%,距离拉大。再看看米勒在两个相对走势最佳的能源和原材料行业的配置吧,竟然是 0 和 4.66%,而同业的配置是 12.41%和 14.57%(参见表 2 和表 3)。当然,米勒一定认为只有与众不同,才能战胜标准普尔 500 的平均收益。

表 2　　LMVTX 10 大重仓股及表现(数据截至 2008 年 6 月 30 日)

公司名称	代码	持仓比重(%)	2008 年以来表现(%)
亚马逊(AMAZON. COM INC)	AMZN	6.49	−11.90
AES CORPORATION	AES	6.40	−8.93
JP 摩根(JP MORGAN CHASE CO)	JPM	4.98	0.22
安泰(AETNA INC. NEW)	AET	4.92	−18.31
联合医疗(UNITED HEALTH GROUP)	UNH	4.45	−41.17
雅虎(YAHOO INC)	YHOO	4.42	15.05
EBAY INC	EBAY	4.17	−9.58
西尔斯(SEARS HLDGS CORP)	SHLD	3.99	−16.98
通用电气(GEN ELECTRIC CO)	GE	3.97	−16.37
房利美(FREDDIE MAC)	FRE	3.49	−25.39

表 3　　LMVTX 行业配置

名　称	LMVTX 和比重(%)	同业平均比重(%)
公用事业	6.60	2.58
企业服务	3.18	5.15
金融	22.36	17.10
通信	5.33	3.22
媒体	7.33	2.76
消费品	3.12	9.02
能源	0.00	12.41

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

名称	LMVTX 和比重(%)	同业平均比重(%)
硬件	10.26	9.77
健康	11.48	11.47
软件	4.18	4.07
消费服务	21.51	7.88
原材料	4.66	14.57

半年过去了，事实证明，比尔·米勒低估了事态的严重性，在危机来临时显得比较消极，只会回顾自己过往处理危机的经历，有些“经验主义”了。坦率地说，比尔·米勒与其他一些价值型基金经理在安抚焦虑不安的投资者时所表达的内容几乎一致，达到了公式化的程度。如“对我们投资的股票进行防御已经太迟了——此时是采取更加激进行动的时候了，没有理由为应对衰退而调整投资组合”“我们可能处在反转的最初阶段”“我们现在已经正式进入‘恐慌区’”，等等。但为什么不做最坏的准备呢？

2008 年虽然美联储主席伯南克猛降利率，到处救市和撒钱，美国市场似乎有所好转，比尔·米勒、比尔·尼格兰等大部分价值投资者都在替自己和客户进行精神按摩，明显心存侥幸。尽管还不是全面评价他们的时候，但我们确实有必要反思一下。在比尔·米勒等人看来，反正危机三五年来一次，忍一忍就过去了，而且，乘人之危还是捞取便宜股票的好机会。也许这一次，比尔·米勒又对了，他们又该向众人宣扬自己是多么正确和英明了。

但为什么他们没有考虑过这仅是一次又一次的好运呢？难道我们真的有办法可以彻底避免 1929 年的美国股市大崩盘或 20 世纪 80 年代末的日本股市大萧条？这种噩运确实罕见，但只要出现一次，也就是大家的滑铁卢了。

我并不是苛求比尔·米勒，而是不欣赏他在任何时候不防御只顾进攻的偏执冒险。比尔·米勒等人一向以逆向投资者自居，应该承认，在以往的胜利中，他们不仅是运气好，而且还实事求是，才赢得了成功。而在这次危机中，他们给人的感觉是倚老卖老，不断重述着自己过去的经验，却很少对周遭的形势作出可能更为恶化的具体分析。

我记得 2008 年上半年某期《华尔街日报》对逆向投资者有过一篇评论文章，认为当大家都是“逆向投资者”时，原来的成功效应就不灵了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

再重复一遍，他们也许没事，也许还会表现不错，但我很怀疑这种侥幸成功会让他们在今后“赌”得更大。我希望我们可以从这位杰出的投资人的失误挫折中学到经验和教训。

事实上，我们很难从别人的成功中学到多少真正有用的东西，成功的原因太多了，有时就是好运，怎么学？但从别人尤其是自己的失败中学习，就太深刻了。有时失败纯粹是坏运，可你得琢磨呀，我为什么不做好准备，让坏运导致的损失最小啊？

比较有意思的是，比尔・米勒曾在一次讲话中透露了一个信息：在所有的雷格・梅森基金中，只有罗伯特・海格斯壮管理的成长信托基金表现不错。熟读投资著作的人应该知道，海格斯壮写了不少有关巴菲特和价值投资的著作，如《投资的格栅理论》《胜券在握》，我们《投资者文摘》也选过一些他的文章。但这还是挺出乎我意料的，因为我总以为他“纸上谈兵”多了些，究竟是什么原因，得具体分析海格斯壮的投资组合了。

于是，我查看海格斯壮所管理的成长信托基金(Growth Trust)的表现，这又出乎我的意料，它与我原本的想法倒是差不离。海格斯壮只是在雷格・梅森基金中表现得相对不错，与同业比较，也是平平。今年以来，他的回报是－7.82％，1年、3年和5年分别是－6.47％、5.16％和7.96％，比同业水准还要差一些哩。很明显，海格斯壮没什么投资风格(参见图3和表4)。

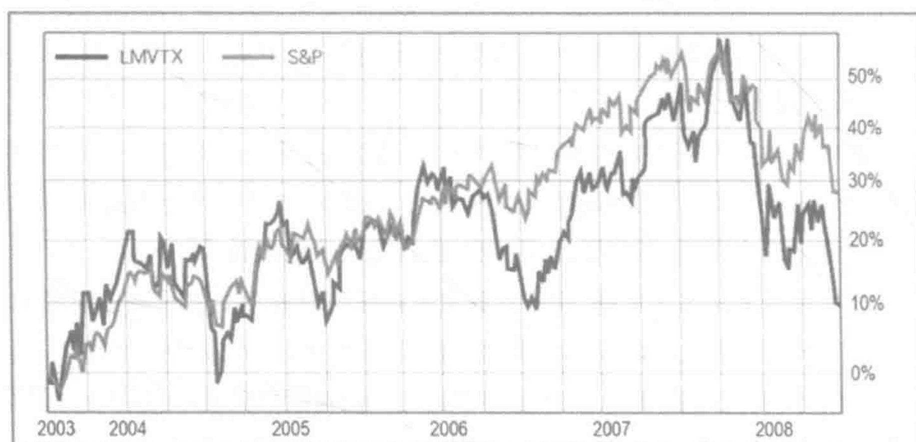


图3　LMGTX 5年净值增长与S&P500走势图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 4 **LMGTX 回报(截至 2008 年 6 月 30 日)**

回报期	LMGTX	同业	相差	S&P500	相差
2008 年以来	−7.82%	−3.64%	−4.18%	−3.80%	−4.02%
1 年	−6.47%	0.07%	−6.54%	−6.70%	0.23%
3 年	5.16%	8.64%	−3.48%	7.57%	−2.41%
5 年	7.96%	9.61%	−1.65%	9.77%	−1.81%

看来，许多事情不能凭感觉或听别人介绍，得自己去证实分析一番。若不是我要写这篇导言要追根究底一番的话，还真被蒙了。

成亦萧何，败亦萧何吧。雷格·梅森基金受米勒的风格影响太大了，竟然找不出一只相对出色的基金。一般来说，稳健的基金公司追求东方不亮西方亮，每个阶段总会有表现出色的基金，这样至少在营销上不会太难看。雷格·梅森基金公司也真有风格。

丑话说完，米勒的坏运气也许要到头了，比如，一旦能源与原材料价格掉头向下，在两行业配置极轻的米勒基金就会反弹，至少不输于同业。下面该是论述比尔·米勒的出色之处了，我把一辑《杰出投资者文摘》的介绍摘录如下，无非说的是比尔·米勒毕竟是大家，与我们国内民间股神的"滑铁卢"不是一个层次，值得学习的地方还是挺多的。

距比尔·米勒所管理的旗舰基金——雷格·梅森价值信托基金连续 15 年打败标准普尔 500 指数的非凡纪录的结束已经有两年时间了。顺便说一下，珍妮特·洛(Janet Lowe)在一本有关米勒的书中提到，这一纪录几乎是富达麦哲伦基金(Fidelity Magellan Fund)经理人彼得·林奇的两倍，后者连续 8 年打败了标准普尔 500 指数。

此外，在那段时期内，米勒不仅连续打败了指数，并且是完胜——他所管理的这只基金每年的回报率为 16.4%，而标准普尔 500 指数的年回报率为 11.5%。

在 2006 年年底致股东的信中，米勒提到了获得这一成就的一些原因，并总结出四个基本因素：

(1)根据估值进行投资——因此，应该购买那些因社会或者心理因素而导致预期过低的股票；

(2)要足够幸运，能够在便宜的时候找到便宜的科技股，并在昂贵的时候知道

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

它变得昂贵了——也就是说,愿意分析那些看起来昂贵的股票,看看它们是否真的如表面看起来那么昂贵;

(3) 在合适的时候进行集中投资;

(4) 运气。

表 5 是比尔·米勒担任雷格·梅森价值信托基金独立经理人以来该基金每年的回报率数据以及同期的标准普尔 500 指数的回报率数据。

表 5 雷格·梅森价值信托基金与同期标普 500 指数的回报率比较(1991～2007 年)

年份	雷格·梅森信托基金(%)	标准普尔 500 指数总汇报(%)
1991	+34.7	+30.5
1992	+11.4	+7.7
1993	+11.3	+10.0
1994	+1.4	+1.3
1995	+40.8	+37.4
1996	+38.4	+23.1
1997	+37.0	+33.4
1998	+48.0	+28.6
1999	+26.7	+21.0
2000	−7.1	−9.1
2001	−9.3	−11.9
2002	−18.9	−22.1
2003	+43.5	+28.7
2004	+12.0	+10.9
2005	+5.3	+4.9
2006	+5.9	+15.8
2007	−6.7	+5.5
近 2 年	−0.6	+10.5
近 5 年	+10.8	+12.8
近 10 年	+7.9	+5.9
近 17 年	+14.3	+11.4

资料来源:晨星。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在《投资者文摘》（第 24 期）中，我们曾用了较大的篇幅介绍过由雷格·梅森基金公司组织的首届（2003 年）年度投资大会“思想领袖论坛”，该论坛的特色是多学科多行业的人士针对投资相关方面进行思想碰撞。在 2007 年的论坛上，比尔·米勒提到了创新性天才，并对专家和天才之间做出了区别：

专家要求缩小自己的研究领域：你研究得越多，你就会越集中精力。通过这种方法，专家将获得解决一些问题的技能。创新性的天才也是专家，但他们兴趣广泛，以寻找别人没有看到的模式，这就像企业家眼中的事物与其他人眼中看到的同样事物有着不同的意义一样。这就是我们举行这些大会并从其他领域的书籍中受益的部分原因。

譬如，《每日赛马快报》出版商和专栏专家克里斯特介绍的赛马就给了我不少新知。

一般我们仅把赛马视为赌博的一种。但克里斯特认为，赛马与绝大多数赌博截然不同，像轮盘和老虎机等赌博，你绝无取胜的机会，因为它们早被赌场老板设置了固定的获胜概率，你待在赌场内的时间越长，就会输得越多，尽管你也会暂时赢了些钱。

赛马只与 21 点和扑克接近，有获胜的可能，其原理是——你不是在同赛马场进行赌博，而是在同其他参与赌博的人进行博弈。

在轮盘赌中，轮盘上有 38 个空格，如果你押对了，赌场将以 35∶1 的赔率给你钱，他们会维持这一赔率。而在赛马中，赔率并不是由马匹设定的，换句话说，你不仅要选中获胜概率最大的马匹，还要判断它的价格是否最好（价格概率＝价值）。

如果某匹赛马获胜的概率为 33％，如果你能获得 2∶1 的赔率（也就是说如果押对了，你将获得 2 倍于自己的赌注），则毫无价值可言——这匹马的定价是正确的。如果这匹马所提供的赔率为 6∶5（即如果押对了，你只能获得 1.2 倍于自己的赌注），且该马跑第一的概率仅为 33％，对这匹马下注将糟糕透顶。如果这匹马跑第一的概率为 33％且赔率为 4∶1，这将是非常不错的赌注。

作为一名赌马人，你所等待的就是错误的定价和投资大众犯错。在赛马中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

赔率主要受那些“赛马优胜预测者”的影响，这些人像股市中的股评家和投行人员一样，他们的预测动机与你希望赚钱的动机完全不同，这些人可以在过去一年内选对获胜马匹的概率为31%（当然是非常高的准确率），然而客户仍会亏损，因为他们忽视了“价格×概率＝价值”公式。

赛马的赢家是那些发现错误定价的人，在股市中就是投资被“错杀”的股票。

我最感慨的是文中对那匹英雄“聪明琼斯”马匹故事的分析，它与我们在好莱坞电影看到的主角一样，是小人物成功梦的寄托对象（还记得《功夫熊猫》吗？）。“聪明琼斯”屡战屡胜，让它的粉丝寄托了太多的情感，而此时他们的“悲剧”发生了。

这也是股市中的“成长王”的命运，不要爱上你的马，更不要爱上你的股票。

然而，世间有几人能免俗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

空仓,更是一种坚守

——再谈巴菲特

本文为《投资大家巴菲特》(二)的导言,此专辑主要收录了巴菲特的大量轶文,以便我们更好、更完整地理解这位伟大的投资家。

《投资大家巴菲特》(一)主要是70年代(1969～1979年)巴菲特致伯克希尔公司股东的信。至此,我们通过《股神语录》《投资大家巴菲特》以及这几年的*Value*杂志,把巴菲特致股东的信“一网打尽”。尽管还很不细致,也有错失,但毕竟让中国的“巴迷”们对巴菲特投资思想有了一个全面的理解。

坦率地说,20世纪70年代巴菲特致股东的信非常平淡,甚至枯燥,这个阶段对巴菲特来说,经营公司可能是个摸索期,但比起他在60年代致合伙人的信差别也太大了些。何以如此?我也没有想透。大概70年代是美国股市最低迷的阶段,巴菲特不像其他人那么损失惨重,但也高兴不起来吧。

我早就提到过,有人曾对巴菲特的恩师格雷厄姆颇有微词,认为他的业绩不怎么样。巴菲特的解释是,你们没有在大萧条的年代里投资。巴菲特自己确实遇上了好时代,60年代,美国总体上是个大牛市;20世纪80年代初至21世纪初,又是个超级大牛市,他的长期持有风格很对路子。

为此我们在专辑附录里介绍了一家名为卢卡迪亚公司管理层2005年至2007年致股东的信,卢卡迪亚由总裁约瑟夫·斯坦博格和主席伊恩·卡明主持,公司的股价从1978年对拆调整之后的8美分涨至2008年的35美元。1978年,他们买下了卢卡迪亚公司的控股权,然后购买重组陷入麻烦的公司(尤其是保险公司),当然是以折扣价格购买最感兴趣的资产。两位管理人对自己的策略描述是:“我们希望买入那些陷入麻烦、遭市场抛弃或者价格低于我们所认为的价值的资产或者企业。我们不时会以有利于我们的价格卖出部分所收购的企业。尽管我们对这一策略的执行还未达到炉火纯青的水平,我们对自己取得的长期回报感到骄傲……我们相信我们的会计实践和会计政策比较保守,我们在资产负债表中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有所保留。忘了那些陈词滥调，我们年事已高，无法学习新的技巧了——我们相信在过去 30 年内学到的技巧将继续有用。”

卢卡迪亚公司管理层致股东的信确实在模仿前辈巴菲特，与 70 年代的致伯克希尔公司股东信相比，哪个精彩？似乎一样青涩吧。

2008 年，《福布斯》杂志又把他们 1974 年对巴菲特的专访摘录出来，时隔 30 多年，仍有借鉴作用。文章虽然很短，只有3 000字，但把巴菲特投资的主要特点概括总结出来了。

这里，我要指出一些信奉价值投资的人的思维误区，就是认为巴菲特不考虑市场时间的判断。市场时间判断准不准是一回事，判断不判断又是一回事。债券投资大家格罗斯就强调投资者内心应该有一个投资时钟，它往往与真正的市场投资时钟有误差。比如，市场最佳起动时间是 6 点，你经常买入或卖出的时间可能是早晨 4 点 30 分或 7 点，你就要注意校准自己的投资时钟，尽量与市场时钟相吻合。格罗斯认为巴菲特的时钟要比自己准，很明显，同行是认可巴菲特对时间判断的感觉的，否则巴菲特不可能在 60 年代末、1974 年、70 年代末和 1987 年这些重大的市场转折面前，做出有利于自己的时机选择。

当然，巴菲特选股的标准还是“便宜”，最好是“特别便宜”，如果你买到了特别便宜的股票，也就是有了足够的安全边际，时间判断也就无所谓了（抛出价格太高的股票也是同样的道理）。为什么在 1969 年底离场，巴菲特说：“当我开始投资的时候，便宜的股票就像是约翰斯敦洪水一样，但到了 1969 年时，便宜的股票就像是阿尔图纳漏水的厕所一样。”

1974 年，《福布斯》杂志就发现巴菲特的过人之处：

股市能让人上瘾：你总能说服自己，让自己相信到处都是便宜货，甚至是在 1929 年或者 1970 年时。但巴菲特确实打破了这种传统，他确实于 1969～1974 年期间在钓鱼。他承认，如果当时自己依然在投资，他的投资回报率将变得普普通通。

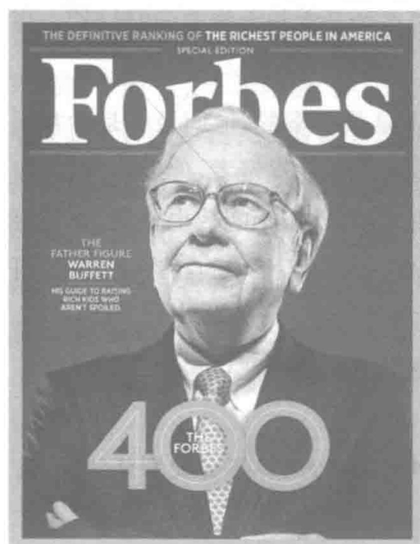
这就是巴菲特著名的“击球论”：

我可以投资全球最伟大的企业，因为你无须强迫自己去打球杆。你站在本垒上，投球手朝你扔过来 47 美元的通用汽车！39 美元的美国钢铁公司！且没人逼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

你击球。如果你不击球，除了错过机会外，你不会受到任何惩罚。你整天都在等待你喜欢的投球，然后当接球手陷入沉睡时，你击中了投球。

回顾近20年中国股市，尤其是2008年之现状，让我恍然大悟，巴式投资的最大难点是忍耐，但不是满仓忍耐，而是空仓忍耐！满仓，不一定很困难，遇到大牛市，满仓当然能赚大钱，让我们多愉快啊。遇到大熊市，深度套牢，不割肉，痛苦得很，可总希望市场会反转，反败为胜。股市中人，空仓半年或一年还可忍受，像巴菲特那般从1969～1974年就是"钓鱼"，不入市，这才是空前绝后。



《福布斯》杂志
（图片来源：百度图片）

1974年某期的《福布斯》总结"股市能让人上瘾"，这话千真万确。把这种瘾说成毒瘾，可能过分，它至少类似烟瘾。老烟枪都知道，戒烟是多么的不易。我自己曾每天抽四五包烟，除了睡觉，我手上的烟永远烧着。2001年秋季的一天，我决定创业，担心身体吃不起苦，决定戒烟，把一条烟和五、六只烟缸送给保姆的丈夫。

我戒烟成功的唯一诀窍就是没有退路。我在准备戒烟的前几年就想明白了，要么不戒，要戒只有一次机会。如果戒了再抽，那就会做出一次又一次的让步。如果你没戒过烟或不抽烟，想象一下你的失恋吧。事后回想，最不痛苦的是"一刀两断"，尽管当时这种方式显得最痛。一般的情况是，大家已有分手的预感，甚至一方已提出要求，但另一方就是舍不得，然后藕断丝连，拉拉扯扯，一会哭泣，一会微笑，一年甚至几年下来，结局还是分别。

股市中人又何尝不是如此。大熊市一般总是出现在大牛市之后，大牛市多带劲啊，波澜起伏，激情洋溢，每天都是新的，因为价格总在涨嘛，跌了也没关系，调整完又上了。不知不觉熊市来了，糊里糊涂地深套其中，也就嫁鸡随鸡，嫁狗随狗，死心了。一些人凭着运气或经验逃离市场，看着大跌，颇为得意，总算逃过一劫啊。经过半年或一年的大跌，股指已经远离顶部一大截，这时逃离者心痒了，他们开始盘算是不是该抄底了。毕竟股价大跌，总比在顶部时合理多了。稍有风吹

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

草动，有反弹（不要说有反转）的迹象，便慢慢买入，市场再跌，我再买，看你能套我多久。

如果真遇到“熊爸爸”级的股市，也就是5年左右乃至更长时间的熊市，耐不住寂寞入市的人，将会麻烦缠身。他们与股市的关系可能与夫妇离婚相似，他（她）与市场（她或他）相互伤害，怨恨不断积累，却又一时离不了，大家绝望复又希望，然后希望复绝望，相互伤害的真正理由就是把双方曾有过的爱和亲情消磨殆尽。当他们终于要离开时，也许已彼此真正了解，但为时已晚，情感不再。

有人说，华尔街没有老人，也就是说股市中很难见到50岁以上的专业人士，他们是因为压力太大，不适应离开的？有。但更多的是在与大熊市的“恩爱”中离别的。

不过，拿别人的钱去博傻的专业理财者并不是最不幸的，他们最多是少拿了提成花红，离开岗位而已。最郁闷的可能是那些自由职业投资者，他们以“财务自由”为目标，坐在家里想当富爸爸，为了每月的现金流，他们不能战也要战，下场可想而知。其实，想做富爸爸，首先应做到财务自由，然后以平和的心态去投资，可能更符合正道。

在你只是认为股市“值得一搏”时，多琢磨琢磨巴老的话吧：

没有人逼你击球。如果你不击球，除了错过机会之外，你不会受到任何惩罚。

乱击球，忍不住击球，不单是我们这些普通人，也是那些金融精英做的事。2008年8月22日CNBC对巴菲特进行采访，大家都在议论巴菲特说要花5亿美元买的中国企业是哪一家，却没注意到巴菲特对“主权基金”的嘲讽。

巴菲特说，最近他接到了很多人的电话，“更多的电话更像是困境中打出的求救电话，而不是能够提供机会的电话，我告诉这些人，他们应该打电话给主权基金”。

巴菲特把“主权基金”称为“无知资金”。他解释道：

我的意思是说，如果你在这个国家内获得了一项很不错的交易，你就不必去北京或者去中东地区找人给这项交易提供资金。就像得克萨斯州的石油勘探者对你说“我们在得克萨斯州有一项很好的交易要提供给你”时，我总是会想，得克萨斯州内到处都是石油投资者，为何他们不去找这些人呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我认为他们正在买入别人卖给他们的东西。在证券行业中，你不应购买别人卖给你的股票，你应该基于你的分析，找到最便宜的股票之后才买入。当有人在电话里跟你说，你知道的，买吧，它价值20亿美元呐，这是全球最好的股票了。事实上这并不是全球最好的股票。全世界可以买入的最好的股票是你自己挖掘出来的、别人没有提及的股票。别人不会无缘无故地将股票卖给你，通常情况下，他们会获得佣金或者其他各种各样的费用。

中国平安2008年年初想去抄海外金融股的底，竟计划融资1 600亿元左右。我当时颇为激愤，写了文章痛斥之，有朋友来电话说我太偏激。大半年过去了，如果当时中国平安顺利融资“抄底”，今天就是不破产，也到了破产的边缘吧。中国平安犯了什么错误？我看就是巴菲特说的买华尔街人要卖的东西。中国平安向来以国际化管理团队傲视群雄，现在看来也就是华尔街销售员的水平。记得在2008年3月份的股东大会上，有位女士对马明哲拿了高薪还要花大代价聘请这么多管理明星表示不满，马总嗤之以鼻。而今可证实这位女股东的眼光很准，马总与他的团队都不值这个价。

《巴菲特早期对股指期货的担忧》摘自1987年12月7日版的《财富》杂志，巴菲特认为：

这些期货合约非常接近于赌博，相似性非常高，相似比例至少为95%且高于这一比例的可能性更大。你将看到人们会对短期内股市波动进行赌博且他们能够用很少的资金下重注。经纪商将鼓励这些人进行期货交易，他们希望看到客户资金能快速周转——这是经纪商所能获得的最好的直接收益。

巴菲特是反对股指期货的：

我们不需要更多的人对不必要的股指期货进行赌博，也不需要更多的经纪商来鼓励人们进行这种赌博。我们需要的是关注企业和投资的长期前景的投资者和顾问，需要对投资资本做出明智的承诺，而不是使用杠杆在市场中进行赌博。

《巴菲特谈股市》(1999年)和《巴菲特谈股市》(2001年)均发表在美国《财富》杂志上，文章都不是很长，却非常重要。巴菲特经常说自己不讨论宏观形势，更不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

预测股市走势,但在这儿,他却预测了未来美国十多年的股市状况,从今天看,很准确。

通俗地说,巴菲特也承认股市是有周期性的,丰年透支了未来的岁月,就变成了灾年,但丰年与荒年的周期不是《圣经》所说的 7 年,而是 17 年。在灾年,不要预期有丰年那么高的收益率,比如今后很多年美国股市的回报率剔除成本之后可能会达到 7%左右,这已经不错了。如果用巴菲特的方法分析中国股市,又会如何呢?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如何提高长期投资收益率

——杰里米·J. 西格尔的经验

一

沃顿商学院金融学教授杰里米·J. 西格尔(Jeremy J. Siegel)的两本投资名著在中国内地都有了译本,一本是1994年出版的《股票长期投资》(*Stocks for Long Run*),清华大学出版社于2004年5月出版的译本名为《股史风云话投资》,封面设计活脱脱是一副江湖股评家的打扮,什么"散户投资正典""华尔街十大必读投资宝典之一",要不是知道西格尔有这么一本书,我连翻它的兴趣都没有。

《股票长期投资》之所以有名,主要是西格尔"拨乱反正",认为要辩证地看待美国20世纪70年代初的"漂亮50"泡沫,因为在1972年牛市狂潮中,"漂亮50"虽被高估,但只高估一点点,在1972～2001年11月期间实现了11.76%的年收益,略低于标准普尔500指数12.14%的年增长率。尽管西格尔提醒大家,无论大盘成长型股票的前景看起来是多么得美妙,都不可能达到"不惜任何代价去买"的地步,但它们很容易让人产生误会,以为只要长期拥有"好公司"就可以获得相当不错的收益。

另外,即便现在回眸,有些泡沫股确实实现了投资者给它的超高预期,但我们还是不能否认泡沫给当时市场所造成的严重伤害。

其实,也有人著书分析几百年前的荷兰郁金香泡沫是合理的,原因是这些球茎至今还很稀有和昂贵。这些"翻案"文章意义不是很大,泡沫的杀伤力聚集在当代人的身上,财产损失了一半乃至全无,这事突然发生了,对谁都不合理,只是有些人痛不欲生,有些人化悲痛为力量而已。用一个不是很准确的比喻,你年轻时因性格缺陷导致失恋或家庭破碎,很多年后,你有了幸福的家庭,往事早已烟消云散,但你不能否认当年曾经大悲大痛过。

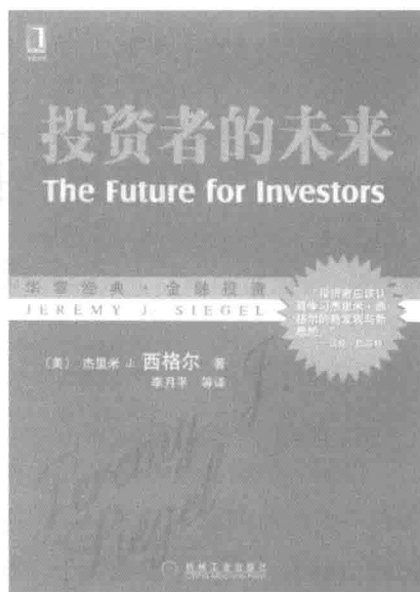
除此以外,《股票长期投资》泛泛而谈,从今天看价值已不大。

有意思的是,经历了20世纪初的科网泡沫后,西格尔在2005年又出版了一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

本《投资者的未来》(*The Future for Investors*),机械工业出版社 2007 年 1 月推出了第 1 版的中译本,我读后极受启发。

我们不妨从一个很实用的角度展开西格尔的研究话题,那就是如何长期投资(购买然后持有)呢?包括西格尔在内的许多专家以往并不建议人们选择购买 20 家大公司的股票,然后一直持有它们。他们认为,正确的做法是购买指数基金来获得长期收益,因为像标准普尔 500 指数等都会不断随着新公司的出现而更新,只有指数基金的回报可以和这些市场指标很好地契合。



《投资者的未来》

标准普尔 500 指数的历史似乎说明了这一点,标准普尔公司于 1923 年率先推出了股价指数,3 年后又建立了包括 90 只股票的综合指数,到 1957 年公司把指数范围扩展到 500 只股票。其后,标准普尔 500 指数不断地更新,至 2003 年,被添加到指数中的新公司达到 917 家,平均每年 20 家。添加新公司最多的一年是 1976 年,共有 60 张新面孔登上指数,其中有 15 家银行和 10 家保险公司。在科技泡沫达到顶峰的 2000 年,指数中添加了 49 家新公司,仅少于 1976 年,而在 2003 年股市跌到了谷底,只有 8 家新公司登上指数,是历史上最少的一次。

与 1957 年相比,2003 年的标准普尔 500 指数公司构成变化巨大,2007 年排在市值前 5 名的企业(微软、沃尔玛、英特尔、思科和戴尔)在 1957 年都还不存在。1957 年的市值前 20 名里有 9 家石油生产商到 2007 年只有 2 家;前 20 家公司里有 12 家来自科技、金融和卫生保健行业,1957 年则只有 IBM 能够位列其中(参见表 1)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 1 1957 年 3 月和 2003 年 12 月标准普尔 500 指数市场价值最高的股票

原始标准普尔 500 指数:1957 年 3 月 1 日

市场价值排名	公司名称	市场价值(10 亿美元)	行业
1	美国电话电报公司(AT&T)	11.2	电信
2	新泽西标准石油	10.9	能源
3	通用汽车	10.8	非必需消费品
4	杜邦公司	8.0	材料
5	通用电气	4.8	工业
6	海湾石油公司	3.5	能源
7	美国联合碳化物公司	3.2	材料
8	得克萨斯公司	3.2	能源
9	美国钢铁公司	3.2	材料
10	加利福尼亚标准石油	2.8	能源
11	IBM	2.7	信息技术
12	荷兰皇家石油公司	2.7	能源
13	Socony Mobil Oil	2.5	能源
14	壳牌石油	2.4	能源
15	希尔斯罗巴克公司	2.0	非必须消费品
16	印第安纳标准石油	1.9	能源
17	美国铝业公司	1.8	材料
18	伯利恒钢铁公司	1.7	材料
19	伊士曼柯达公司	1.6	非必需消费品
20	菲利普斯石油	1.6	能源

标准普尔 500 指数:2003 年 12 月 31 日

市场价值排名	公司名称	市场价值(10 亿美元)	行业	加入 500 指数的时间
1	通用电气	311.1	工业	原始
2	微软	297.8	信息技术	1994 年
3	埃克森美孚	271.0	能源	原始
4	辉瑞公司	269.6	卫生保健	原始
5	花旗集团	250.4	金融	1988 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

标准普尔 500 指数:2003 年 12 月 31 日				
市场价值排名	公司名称	市场价值（10 亿美元）	行业	加入 500 指数的时间
6	沃尔玛	229.6	日常消费品	1982 年
7	英特尔	210.3	信息技术	1976 年
8	美国国际集团	172.9	金融	1980 年
9	思科公司	167.7	信息技术	1993 年
10	IBM	159.4	信息技术	原始
11	强生公司	153.3	卫生保健	1973 年
12	宝洁公司	129.5	日常消费品	原始
13	可口可乐公司	124.4	日常消费品	原始
14	美洲银行	119.5	金融	1976 年
15	阿尔特里亚集团	110.5	日常消费品	原始
16	默克公司	102.8	卫生保健	原始
17	富国银行	99.6	金融	1987 年
18	Verizon Comm.	96.9	电信	原始
19	雪佛龙德士古公司	92.3	能源	原始
20	戴尔公司	87.0	信息技术	1996 年

然而，这次西格尔做了件“笨事”，他计算了 1957 年标准普尔 500 指数中最初 500 家公司到 2003 年的收益率，并将它与不断更新的标准普尔 500 指数的收益率做了一番比较。

由于原来的 500 家公司命运不同，西格尔构建了三个投资组合：第一个被称为“幸存者投资组合”，它假设当原始公司发生兼并或私有化时，投资者将这些公司的股票卖掉并将资金再投入指数“幸存”公司中去，结果有 125 家公司构成了该资产组合，年收益率是 11.31%；第二个叫作“直接派生投资组合”，它包括所有发生兼并的公司，不过像前一个组合一样，所有的分拆公司股票都被立即售出，并再投资于母公司，共有 228 家公司的组合年收益是 11.35%；第三个叫作“完全派生投资组合”，它是在前一个组合的基础上假设投资者持有所有的分拆公司股票，由于该组合不涉及任何股票出售，因此是绝对的“买入持有投资组合”，或者说是“买入忘记投资组合”，由 341 家公司的组合年收益率是 11.4%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

那么,1957～2003 年随时更新的标准普尔 500 指数的年收益是多少? 10.85%。也就是说,无论我们怎样定义由原始标准普尔 500 指数投资组合的收益,都比"喜新厌旧"的标准普尔 500 指数高,而且风险更低(参见表 2)。

表 2　　标准普尔 500 指数原始公司投资组合的表现

投资组合	1 000 美元初始投资的积累金额	年收益率(%)	风险(%)
幸存者投资组合	151 261	11.31	15.72
直接派生投资组合	153 799	11.35	15.93
完全派生投资组合	157 029	11.4	16.08
标准普尔 500 指数	124 522	10.85	17.02

西格尔的结论是:平均看来,标准普尔 500 指数中原始公司股票的表现要领先于在后来半个世纪里陆续登上该指数的近1 000家新公司的股票。

我们从未想到结论如此具有颠覆性,毕竟,是那些新公司带动经济增长并使美国经济领先于世界,但它们的股票在市场上的表现为什么反倒落后? 究竟发生了什么事情?

二

西格尔的答案是:尽管新公司在利润、销售额甚至市值等方面都比老公司增长得更快,但投资者为这些新公司的股票所支付的价格实在是太高了,以至于无法得到较高的收益。股价过高意味着股利收益偏低,所以通过股利再投资所能积累的股票数量也就偏少。几百家公司组成的投资组合比较抽象,我们具体到 1950 年两家公司 IBM 和新泽西标准石油(现在的埃克森美孚),比起新泽西标准石油这样的老牌公司,当年的 IBM 可是新兴的高科技公司啊。事实证明,IBM 也不负众望,表 3 中比较了两家公司的关键性增长指标——销售额、利润、股利和行业增长,可以看出华尔街用以选择股票的每个增长指标上,IBM 都大大超过了新泽西标准石油,在 50 年里,前者的每股利润每年的增长速度超过后者 3%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 3　**1950～2003 年 IBM 和新泽西标准石油的年度增长率**

增长指标	IBM(%)	新泽西标准石油(%)	占优者
每股销售额	12.19	8.04	IBM
每股股利	9.19	7.11	IBM
股利润	10.94	7.47	IBM
行业增长	14.65	－14.22	IBM

市场的"大气候"似乎也不利于新泽西标准石油，1950～2000 年，全美股票市值中，科技行业的份额从 3%上升到接近 18%，石油产业股票市值份额却从 20%下降到不足 5%。

如果你有水晶球，能未卜先知到 30 年后的情况，你会选择谁？一定是 IBM 吧。唉，你还是错了。西格尔告诉我们，尽管两只股票的业绩都不错，但在 1950～2003 年，新泽西标准石油的投资者每年可以获得 14.42%的年收益，比 IBM 提供的 13.83%的年收益要高。这点差别短时间内没什么问题，可 53 年过后，投资于前者的1 000美元已累积至 126 万美元，而后者只值 96.1 万美元，比前者少了 24%。

为什么在每个增长指标都远远落后的情况下，新泽西标准石油还是打败了 IBM？原因是决定投资回报的决定性因素是投资者为收益所支付的价格和获得的股利。定价的基本尺度是市盈率，1950～2003 年 IBM 平均市盈率是 26.76 倍，新泽西标准石油是 12.97 倍，也就是说后者可以比前者以不到一半的价格买到。同时期，平均股利率 IBM 是 2.18%，新泽西标准石油是 5.19%，后者又比前者高出 3%。新泽西标准石油股价低，股利率却很高，如果投资人把获得的股利再投资于该公司的股票，50 多年内几乎可以累积到原有股票数的 15 倍，而 IBM 的投资人如法炮制，只能累积 3 倍。

结果，尽管 IBM 和新泽西标准石油股价每年上升速度分别是 11.41%和 8.77%，IBM 领先近 3 个百分点，但更高的股利率让新泽西标准石油的年收益率打败了 IBM。

真的，不要被一些数字表象所迷惑，比如有人会指出，53 年来，IBM 的股价上升了近 300 倍，而新泽西标准石油股价才上升了 120 倍，IBM 一定是最佳的选择。但他们忽略了新泽西标准石油的高股利，对于长期投资者来说，股利也是收益的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

主要来源之一。

一些中国的市场人士都喜欢谈论股票市值(即一个公司发行在外的股票数量与每股价格的乘积),并把市值的变化当作衡量投资者收益高低的标准。而西格尔提醒我们,在几天或几周的短期内,市值和收益的确有密切的联系,但从长期而言,投资者收益与市值变化是两个完全不同的概念,投资者收益是每股价格变化再加上股利(如果有股利的话),市值和投资者收益中唯一相同的因素只是股价而已。有时,市值下降,投资者收益反而上升。美国电报公司在 1983 年年底市值接近 600 亿美元,被司法部命令剥离它的子公司,投资者因此得到 7 家单独公司的股票,虽然 1984 年年底该公司的市值是 200 亿美元,下跌了 66%,但持有子公司股票的投资者当年的财富增值了 30%。有时市值上升,投资收益反而下降。2000 年美国在线与时代华纳合并,市值从1 090亿美元上升到1 920亿美元,而原时代华纳股票的投资者恰好在市场达到顶峰时候接下了美国在线的股票,接下来的几年里损失惨重。

三

不仅个别公司的快速增长不代表投资者收益,对行业来说亦是如此。

西格尔再次打破了我们的集体迷思:过去我们的投资理念是“增长速度最快的行业会带来最高的投资收益”,比如,金融行业的市场价值占据了标准普尔 500 指数的最大份额——从 1957 年的不到 1%增长到 2003 年的 20%,与此同时,能源行业的份额却从超过 21%缩减到不足 6%,如果我们要追逐增长最快的产业,就应该买入金融股,同时抛掉石油股。

但事实告诉我们错了。自 1957 年以来,金融类股票的收益率落后于标准普尔 500 指数的总体水平,而能源类股票的表现则领先于市场。

西格尔按照材料、工业、能源、公用事业、电信服务、非必需消费品、日常消费品、卫生保健、金融以及信息科技 10 个行业,将标准普尔 500 指数原始公司逐一归类,表 4 显示出自 1957 年以来指数中各行业的收益率和市场份额变化情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 4　　1957～2003 年各行业市场份额与收益率变化

行业	市场份额 2003 年(%)	市场份额 1957 年(%)	市场份额 扩张(收缩)	行业收益率 (%)	行业中原始公司的收益率(%)
金融	20.64	0.77	19.87	10.58	12.44
信息科技	17.74	3.03	14.71	11.39	11.42
卫生保健	13.31	1.17	12.14	14.19	15.01
非必需消费品	11.30	14.58	−3.28	11.09	9.80
日常消费品	10.98	5.75	5.23	13.36	14.43
工业	10.90	12.03	−1.13	10.22	11.17
能源	5.80	21.57	−15.68	11.32	12.32
电信服务	3.45	7.45	−4.00	9.63	10.47
材料	3.04	26.10	−23.06	8.18	9.41
公用事业	2.84	7.56	−4.81	9.52	9.97
标准普尔 500 指数	100	100	0	10.85	11.40

表 4 的信息表达得很充分，表明了投资行业的收益率与该行业的扩张或收缩并没有明显的关联，如金融和信息科技是扩张幅度最大的两个行业，而它们提供给投资者的回报都很平庸。此外，除了非必需消费品一个行业之外，指数中原始公司的表现都要好过本行业中的新公司，换句话说，几乎市场中每个行业的新公司都被高估了。

具体量化到每个行业 50 多年来新老公司和市值份额的变迁，也颇具投资实用性。

能源和信息科技两个行业在各自巅峰时期的市值都超过了标准普尔 500 指数总市值的 30%，一个是缘于 20 世纪 70 年代末的石油恐慌，另一个是缘于 20 世纪 90 年代末的科技狂潮，并且都在市值骤然上升后迅速回落，可谓泡沫行业。我们曾提示过，长期而言，买新泽西标准石油要比 IBM 好，但我们不能在石油泡沫顶峰时买入能源股。20 世纪 70 年代初登上标准普尔 500 指数的 13 只能源股票中，有 12 只股票的投资业绩落后于能源行业与指数的总体水平。

即便如此，在石油泡沫鼎盛时期，占据行业主要地位的大型综合性石油生产商的市盈率也低于市场总体水平，石油泡沫主要集中在原油勘探和开采行业，它们的市盈率比市场高出不少。科技股的股价总是很高，20 世纪 60 年代初，因投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资者对电脑市场的乐观预期，科技行业的市盈率达到 56 倍，是市场平均水平的 2.5 倍还多；而该行业在 1957～2003 年间的平均市盈率为 26 倍，也比市场总体水准高了整整 10 个百分点。自 1957 年以来曾有 125 家科技类公司登上标准普尔 500 指数，在 1999 年和 2000 年，这 125 家公司中的 30%经历了灾难，1999 年指数新增的科技公司年收益率落后于整个科技行业 4%，2000 年登上指数的科技公司落后于整个行业多达 12%。

1957 年，占标准普尔 500 指数最小的三个行业——金融、卫生保健和信息技术迅速扩张，但今天它们的市值之和已超过指数总市值的一半，其中的金融和卫生保健两个行业 1957 年仅占股票总市值的 1.9%，而到 2003 年年底，它们已经占标准普尔 500 指数 34%的市值。然而，两个行业的投资收益却大相径庭，卫生保健成为 10 个行业中最高的 14.19%年收益率的行业，比指数的总体水平高出 3%，金融行业却落后于市场。

卫生保健行业也是今不如昔，如辉瑞、强生和默克这些占据主导地位的公司都拥有悠久辉煌的历史，而 1957 年以来进入该行业的 11 家健康服务公司中有 9 家落后于市场总体水平，换句话说，如果不算那些新进入该领域的公司，投资卫生保健行业的收益还会更好。

诞生于 1999 年、由标准普尔和摩根士丹利联合推出的全球产业分类标准，将服务消费者的商业领域分成两个行业——日常消费品和非必需消费品。日常消费品指那些销售量受经济周期影响不大的日常生活所需物品，包括食物、饮料、香烟、肥皂、日常卫生品和杂货，该行业拥有异常的稳定性，多数大公司都拥有 50 年甚至更长的历史，如可口可乐、菲利普·莫里斯、宝洁和百事等，它们的表现也十分优秀，标准普尔 500 指数投资收益最高的 20 只“幸存”原始股中，竟有 12 只来自该行业。

同样是服务消费者，非必需消费品却经历了太多的混乱与动荡。这个行业指的是那些不被看作生活必需品的产品和服务，它们被购买的频率较低，需求量依赖于消费者除去基本支出后的可自由支配收入，主要包括汽车、饭店、百货商店和娱乐。我在前面已说过，只有这个行业旧不如新，符合经济学家熊彼特所谓的“创造性的毁灭”理论——老的、衰落的公司被新兴的、充满活力的后来者取代。在 20 世纪 50 年代，该行业中占据主导地位的公司包括汽车生产商（通用、克莱斯勒和福特）、汽车配件供应商（凡世通和固特异）及大型零售商（西尔斯罗巴克、彭尼和伍尔沃斯），但今天它们已江河日下，该行业 5 家最大的公司中有 4 家属于娱乐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

业——时代华纳、Comcast、维亚康姆和迪士尼。非必需消费品行业的指数原始公司投资收益落后于新增公司，除了通用汽车的糟糕境遇之外，也与后起的沃尔玛的杰出表现有关。2003 年 4 月，标准普尔公司已将沃尔玛从非必需消费行业划归至日常消费行业。

日常消费品行业年收益率为 13.36%，远远超过非必需消费品的 11.09%，如果考虑到行业中原始公司的收益率，14.43%与 9.80%的差距更大。西格尔对此感叹："考虑到经济发展的趋势，上述现象实在出人意料。在过去半个世纪里，绝对没有人想到日常消费品行业会大大超越非必需消费品行业。过去的 50 年里，人们的可自由支配收入大大增加，经济的繁荣使得数以百万计的美国人拥有了远远超过基本生活所需的购买力。"

然而，非必需消费品行业并没有兴旺发达，其中的公司无法保证产品质量，因此也就难以培养消费者的忠诚，它们漠视外国竞争者，让日本等国家乘虚而入。倒是生产日常消费品的美国公司凭借高质量的产品赢得了声誉，积极地向海外拓展市场并大获成功。

看来什么事都不能"想当然"。

工业部门包括大型工业集团、交通运输公司和国防企业，标准普尔 500 指数刚建立时，通用电气是该行业最大的公司。1981 年，韦尔奇接手通用公司后，它成为多元化企业的楷模，股价在 2000 年达到高峰，市盈率是 50 倍，随后它的股价下跌了 2/3。工业部门在过去半个世纪中经历了巨大的变化，1957 年时位列标准普尔 500 指数的几家航空公司有的已从指数上消失了。

比较奇妙的是铁路业，它在整个工业部门中的市场份额萎缩得很厉害，市场价值从占行业总量的 21%下降到现在的不足 5%。美国铁路行业从 20 世纪 50 年代中期就开始走下坡路，州内高速公路网的建成大大减少了铁路乘客的数量，航空公司又抢走了几乎所有的长途顾客，结果不少铁路企业纷纷宣布破产。

再次出乎我们意料的是，铁路业半个世纪的收益不仅超过了航空业和公路运输业，甚至击败了标准普尔 500 指数。

1980 年，对铁路业的管制解除，这刺激了各公司的联合并且大大提高了它们的效率，尽管收入下降，但铁路的运营效率是以前的 3 倍，这为承运商带来不少利润。在 4 家幸存下来的铁路企业中，伯灵顿北圣塔菲铁路公司取得了 17%的年收益率，比标准普尔 500 指数高出 4 个百分点。

西格尔于是说了下面一段话：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

铁路业给投资者上了重要的一课:一个长期下滑的行业也可以向股东提供出色的收益率。在市场预期如此悲观的情况下,如果公司能够止住下滑并赢取利润,特别是如果管理层能够支付股利,投资这家公司股票的未来收益将十分可观。30 年前,又有谁会想到萧条的铁路业能够带给投资者如此丰厚的回报,而蓬勃的航空业会做得如此之差呢?

材料行业由生产诸如化学品、钢铁和纸张等基本材料的制造企业组成,该行业和能源行业在 1957 年是最大的两个行业,到 2003 年却排在最后两位,加起来尚不到指数总体规模的 10%。然而,能源行业的年收益率仍很好,材料行业却以 8.18%居 10 个行业之末。

电信行业 20 世纪 90 年代末在投资者乐观预期推动下,在标准普尔 500 指数中的比重曾超过了 11%,后又迅速崩溃。西格尔对此的评论很经典:

电信业向我们展示了快速的生产力发展是如何使公司和投资者双双陷入窘境的,这个行业为今后数十年的生产力革命奠定了基础,同时也不幸地成为反面教材——在“创造性的毁灭”过程中,位居最前沿的公司拥有的创造性可能会把它们自己也毁灭掉。

最后一个行业公用事业同样经历了市场份额的严重萎缩,主要原因是由于政府对能源行业的管制放松,让大部分时间都享有垄断地位的企业无所适从。该行业的公司拥有很高的股利率,然而年收益率只有 9.52%,只比材料行业高一点。考察了 10 个行业在半个世纪的表现后,西格尔得出了下述结论:

第一,快速的行业增长并不意味着高额的投资收益,过去 50 年中大幅扩张的金融和科技行业带来的收益率平庸甚至低下,能源行业尽管严重萎缩,却能击败标准普尔 500 指数。

第二,长期来看,某个行业的收益率高低只有不到 1/3,这与该行业的扩张或者萎缩有关,较大程度上受到其他因素的影响,如新公司和股利的影响。

第三,相隔 20 年,能源和科技行业经历了几乎相同的泡沫,两个行业都在标准普尔 500 指数中的权重达到 30%的时候泡沫破灭。行业权重的快速上升是危险的信号,要警告投资者减少在该行业的资产配置。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第四，在10个经济行业中，有9个行业的指数新增公司的收益率低于原始公司，在行业快速扩张时期进入指数的新公司提供给投资者的收益率尤其低。

四

如果接受西格尔考证的结论，那么困扰我们多年的一个问题会迎刃而解。以往我们对买入持有策略的最大困惑是，究竟有多少企业值得长期拥有，因为按照“创造性毁灭”理论，长期而言，新企业一般总比旧企业好，一家企业始终优于市场的表现是个小概率事件。然而，按照西格尔的投资者收益“今不如昔”论，我们不仅可以购买代表整个市场表现的指数基金来实现长期投资，也有希望通过持有一些历久弥坚的旗舰企业来达到目标，而且可能更为出色。



杰里米·J. 西格尔
（图片来源：网络）

为此，西格尔把目光再次投向标准普尔500指数的原始公司，找到了20个表现最佳的“幸存者”，这些公司保持了完整的结构，未和其他任何公司合并。自1957年以来，每家公司的股票年收益率至少领先指数总体水平2.75个百分点。这意味着，投资其中任何一只股票所能积累的资金都是投资指数组合所能积累财富的3～37倍（参见表5）。

表5　　1957～2003年标准普尔500指数原始公司中20个最佳“幸存者”

排名	2003年的公司名称	1 000美元初始投资的累积金额（美元）	年收益率（%）
1	菲利普·莫里斯公司	4 626 402	19.75
2	雅培制药公司	1 281 335	16.51
3	百时美施贵宝公司	1 209 445	16.36
4	小脚趾圈实业公司	1 090 955	16.11
5	辉瑞公司	1 054 823	16.03
6	可口可乐公司	1 051 646	16.02
7	默克公司	1 003 410	15.90

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

排名	2003 年的公司名称	1 000 美元初始投资的累积金额(美元)	年收益率(%)
8	百事可乐公司	866 068	15.54
9	高露洁棕榄公司	761 163	15.22
10	克瑞公司	736 796	15.14
11	亨氏公司	635 988	14.78
12	箭牌公司	603 877	14.65
13	富俊公司	580 025	14.55
14	克罗格公司	546 793	14.41
15	先灵葆雅公司	537 050	14.36
16	宝洁公司	513 752	14.26
17	好时食品公司	507 001	14.22
18	惠氏公司	461 186	13.99
19	荷兰皇家石油公司	398 837	13.64
20	通用磨坊	388 425	13.58
	标准普尔 500 指数	124 486	10.85

以年收益率 19.75%排名第一的菲利普·莫里斯为例,如果一位投资人在 1957 年 2 月 28 日向一个标准普尔 500 数基金投入1 000美元,通过股利的重复投资,到 2003 年 12 月 31 日,这1 000美元可以积累到近 12.5 万美元;但如果这 1 000美元是被投入到菲利普·莫里斯中去,那么,在相同条件下,他可以拥有 460 多万美元。

菲利普·莫里斯真可谓百年企业,虽然在 2003 年更名为阿尔特里亚集团,但它的杰出表现可以追溯到 1925 年,那时已成为人们最好的投资对象之一。1925~2003 年年底,菲里普·莫里斯公司向投资者提供的复合年收益高达 17%,比市场指数总体水平高出 7.3%。如果在 1925 年投资于该公司股票1 000美元,通过股利再投资进行积累,经过 80 年的积累,其价值竟然已经超过 2.5 亿美元,菲利普·莫里斯股票完全可以成为家族财富的传承工具。

20 个最佳"幸存者"大多属于两大产业:高知名度的消费品牌公司和著名的大型制药企业。其中有 11 家属于知名消费品牌,菲利普·莫里斯名列第 1,其早年推出了世界上最畅销的香烟品牌,随着卫生、法律行业以及公众对烟草制品的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

抨击日趋猛烈，公司开始涉足品牌食品的生产，目前其超过 40%的收入和 30%的利润来自食品销售。年收益名列第 4 的小脚趾圈实业公司原名美国糖果公司，2002 年，它为在纽交所上市 100 周年举行了庆祝典礼，这家公司每天生产超过6 000万个糖果圈和2 000万支棒棒糖，是世界上最大的棒棒糖供应商，难以想象它的年收益率(16.11%)竟比市场高出 5%!

名列第 6 位和第 8 位的可口可乐(16.02%)与百事可乐(15.54%)，我们耳熟能详，不必深究。排名第 9 位的高露洁棕榄公司(15.22%)与排名第 16 位的竞争对手宝洁公司(14.26%)都是跨国家用卫生用品公司。

其他如克瑞(排名第 10，15.14%)、亨氏(排名第 11，14.78%)、箭牌(排名第 12，14.65%)、富俊(排名第 13，14.55%)、好时食品(排名第 17，14.22%)和通用磨坊食品(排名第 20，13.58%)，都是在美国乃至全世界的消费品品牌公司，产品基本上和 100 年前如出一辙，如箭牌口香糖、好时食品的糖果、亨氏的番茄酱和色拉调料、通用磨坊的早餐食品都在全球市场上数一数二。富俊公司比较特别，它的前身是美国烟草，后几经拆分，到 20 世纪 90 年代放弃所有的烟草制品，生产销售高尔夫球等品牌产品。

除消费品公司之外，制药企业在 20 家最佳幸存者中也占据了显著的位置。更为奇妙的是，标准普尔 500 指数原始公司中有 6 家卫生保健公司保留了最初的公司形式，而它们竟然全部上了榜单。雅培制药以超过市场 5.5%的年收益率名列第 2，是反病毒药物领域的先锋，该公司早在 1929 年上市，1957 年的1 000美元初始股票已经增值到 2003 年年底的 120 万美元。位居第 3、第 5 和第 7 位的百时美施贵宝、辉瑞和默克也能将1 000美元的初始投资积累到 100 万美元左右。先灵公司和美国家庭产品公司(2002 年更名为惠氏公司)分列第 15 位和第 18 位，也因推出了一系列良药获得了丰厚的利润。

上面是定性分析，也就是说年收益率高、能长期持有的公司最有可能来自知名消费品业和制药业。我们还可以通过比较 20 家“幸存者”和整体市场在1957～2003 年的年收益率、每股利润增长、平均市盈率和股利率，发现可供选择的定量标准(参见表 6)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 6　20 个表现最佳"幸存者"的关键数据

排名	2003 年的公司名称	年收益率(%)	每股利润增长率(%)	平均市盈率	股利率(%)
1	菲利普·莫里斯公司	19.75	14.75	13.13	4.07
2	雅培制药公司	16.51	12.38	21.37	2.25
3	百时美施贵宝公司	16.36	11.59	23.52	2.87
4	小脚趾圈公司	16.11	10.44	16.80	2.44
5	辉瑞公司	16.03	12.16	26.19	2.45
6	可口可乐公司	16.02	11.22	27.42	2.81
7	默克公司	15.90	13.15	25.32	2.37
8	百事可乐公司	15.54	11.23	20.42	2.53
9	高露洁棕榄公司	15.22	9.03	21.60	3.39
10	克瑞公司	15.14	8.22	13.38	3.62
11	亨氏公司	14.78	8.94	15.40	3.27
12	箭牌公司	14.65	8.69	18.34	4.02
13	富俊公司	14.55	6.20	12.88	5.31
14	克罗格公司	14.41	6.21	14.95	5.89
15	先灵葆雅公司	14.36	7.27	21.30	2.57
16	宝洁公司	14.26	9.82	24.28	2.75
17	好时食品公司	14.22	8.23	15.87	3.67
18	惠氏公司	13.99	8.88	21.12	3.32
19	荷兰皇家石油公司	13.64	6.67	12.56	5.24
20	通用磨坊	13.58	8.89	17.53	3.20
上述 20 家公司的平均值		15.26	9.70	19.17	3.40
标准普尔 500 指数		10.85	6.08	17.45	3.27

20 家公司的每股利润增长率的平均值是 9.7%，比标准普尔 500 指数的总体水平 6.08%高得多，可是，若以市盈率为标准进行衡量，它们的股价仅略高于指数中股票的平均水平，前者是 19.17 倍，后者为 17.45 倍，差别不是很大。这说明，投资者预期这些公司的利润增长速度只比指数的平均速度略快，但事实上，20 家公司在近半个世纪的时间里利润增长率高出指数平均水平近 4%，这就是它们能为投资者带来高额回报的原因所在。具体而言，菲利普·莫里斯的平均市盈率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

只有13.13倍，很低，排名第18位，表明市场对公司利润增长率的预期比较保守，而它实际的利润增长率却是最高的，达到19.75%，远远领先第2位的雅培制药的16.51%。实际增长率与预期增长率之间的巨大差异使得这家烟草生产商为投资者带来了最高的回报。

20家公司的平均股利率为3.4%，比3.27%市场的总体水平略高一些，但由于这些股票价格被低估，通过股利再投资购买更多的股份，进一步提高了投资人的收益率。也就是说，股利将原来的差异效应放大了。

时隔10年，西格尔再次提到了20世纪70年代的"漂亮50"，现在他意图把自己的观点表述得更为清晰。1972年12月，"漂亮50"达到平均市盈率超过40倍的地步，以后它们再也没有冲破过这个市盈率。但是，应该一分为二地看问题，"漂亮50"中就包括了菲利普·莫里斯、辉瑞、百时美施贵宝、百事可乐、可口可乐、默克等最佳"幸存者"，关键是投资者不能选择其中市场预期和价格都最高的股票。也就是说，"漂亮50"中市盈率最高的25只股票拥有的市盈率在1972年达到惊人的54倍，后25只股票的市盈率为30倍，前一组的平均收益率比后一组低了3个百分点，如果选择后一组的股票，购买持有策略仍不失为一个好的生财之道。

这回西格尔教授说到点子上啦。泡沫的实质是什么？是以不合理或者是过高的预期支付了过高的价格，即使后来增长的预期实现了，由于投资者以过高的代价买了这些股票，其收益率也会大大降低。强生公司也是知名的消费品牌，但1972年它的市盈率超过了50倍，随后的表现落后于标准普尔500指数的总体水平。至于同时拥有最高市盈率(94.8倍)和最高市场预期的高科技股宝丽来，提供给投资者的回报也最为糟糕，它在2001年宣布破产，股价只有5美分。

于是，西格尔总结出投资者收益的基本原理：

股票的长期收益并不依赖于实际的利润增长情况，而是取决于实际的利润增长与投资者预期的利润增长之间存在的差异。按照这个原理，不管真实的利润增长率是高还是低，只要它超过了市场预期水平，投资者就能赢取高额的收益。

五

什么股票会让人产生过高或不切实际的预期？那就是代表未来发展前景的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

高科技股或一时无法判断前景的IPO股了。对于高科技股，西格尔在《投资者的未来》中谈了很多，经过一场科幻泡沫后，人们对高科技股有了一定的认识，但对代表第一生产力高增长的科技股何以不能让投资者获得高回报有点迷惑。

为了说明作为生产力创造者和价值毁灭者的科技行业的两重性，西格尔引用了巴菲特合伙人查理·芒格的一段话："科技能够帮助你，也能够毁灭你，学会区分这两者是微观经济学中的重要一课。遗憾的是，大多数人的脑袋里都没有这个概念。"西格尔分析经济增长和利润增长是两码事。科学技术的发展并不能确保高额的收益或是丰厚的利润。以电信行业为例，1998年美国商务部预测互联网耗用的流量每100天就会翻番，这意味着每年的宽带需求会增加12倍，未来10年会增加近1 000亿美元的需求。结果，在科技泡沫时期人们生产了4 000万英里(1英里≈1 609米)的光纤，足够环绕月球80圈以上，不幸的是，被广泛引用的商务部数据是错误的，互联网所用流量至少一年才能增加一倍，而不是每100天或更短，从1999～2001年，需求仅仅增加为原来的4倍，远低于预期，求不应供，电信公司只得大减价。2000年时租用一条连接洛杉矶和纽约、每秒传输150兆字节数据的光缆所需的费用超过160万美元，仅仅两年后，费用已降到15万美元，到2004年只需要10万美元了。而从1996年开始，电信业筹集了超过7 500亿美元的资金用以铺设电缆和完成连接，入不敷出，1999～2003年，116家电信公司陆续破产。

以往我们很多人都相信，资本支出是生产力革命的命脉，没有大投入，怎么会有大产出。可是，无情的事实告诉我们，大部分的资本支出带给投资者的却是较差的回报。西格尔曾按照资本支出/销售收入的比率高低排序，为标准普尔500指数中500只股票构建了5个投资组合，1957～2003年，资本支出/销售的最高者获得了最低的收益率9.55%，而最低者获得了14.78%的最高收益，标准普尔500指数的总体水平是11.18%，资本支出最低的公司提供的收益率竟在半个世纪内比市场高出3.5%。

如果以上述10个行业估算，1957～2003年，电信的资本支出/销售收入比率数值接近0.28，公用事业行业为0.25，而标准普尔500指数的平均水平低于0.1，这两个数值最高的行业，除了材料行业之外，它们的收益率是最低的。相反，业绩最好的卫生保健只有0.07，次好的常用消费品行业拥有最低的比率0.04%。

即便在平均收益率偏高的行业，一家公司的资本支出水平一般也与投资者回报成反比。消费品牌公司宝洁和吉列也是如此，在过去的46年中，当宝洁的资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

支出处于平均水平时（共有 28 年），它的收益率是 17%；在资本支出处于最高水平的 6 年里，公司的平均收益率才 2%；与之相反，在资本支出水平较低的 12 年里，公司年收益达到 19.8%。吉列在 25 年的时间中资本支出水平适中时，平均收益率为 16.6%；而在资本支出超过平均水平的 7 年里，公司的收益率为负；把资本支出降到平均水平之后，年收益率又上升到惊人的 26.4%。

零售业巨头凯玛特处于最低资本支出水平段的 25 年中，平均收益率超过 25%，而其余的 19 年里，公司股票的平均收益率竟然为－3.8%，最后导致了它的破产。

而在“失败”（停滞或萎缩）的行业中，一家公司如果能最大限度地提高生产效率，同时又能将成本尽可能降低，它照样可以成为大赢家。维珍航空公司的老板布兰森说过一句残酷的俏皮话：“成为一名百万富翁的最好方法是先成为亿万富翁，然后再去购买一家航空公司。”但众所周知，美国西南航空因定位为“廉价的航空公司”，2003 年 4 月，在搭载乘客数量仅占整个美国航空业乘客总数 8%的情况下，其市值超过了美国其他航空公司市值的总和。在 1972～2002 年的 30 年中，巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司的年收益率为 25.5%，只有一家公司超过了伯克希尔，它就是西南航空。

同样采取简单低成本模式的沃尔玛，在 30 年里的收益率也仅次于西南航空与伯克希尔，具有讽刺意味的是，沃尔玛的产生缘于老板沃尔顿对凯玛特的迷恋，而后者因为不计经销成本的扩张导致了自我毁灭。

伯克希尔、西南航空与沃尔玛都是朴素简单（换一种称呼就是“老旧吝啬”）的典型，它们都与时尚先锋和新颖没什么关系，没有让投资者付出高额的代价却获得了不菲的回报。

以首次公开发行股票（IPO）为例，西格尔假设投资者在股票开始交易的第一个月末购买或是以 IPO 的价格购买并持有到 2003 年 12 月 31 日，检验了自 1968 年以来近9 000只美国 IPO 股票的收益率，如果把它们与一个有代表性的小型股票指数组合相比，前者中有近 4/5 不合格，近半数的 IPO 公司年收益率比后者降低不止 10%；超过 1/3 的公司降低 20%；而有1 417家公司，也就是近 17%的公司，年收益率降低了 30%甚至更多。

总体而言，1/5 的 IPO 的成功者也乏善可陈，但总会有奇迹出现。西格尔排出了 1968～2000 年累积收益最高和收益率最高的 IPO 股票（参见表 7 和表 8），表 7 中的英特尔、沃尔玛与家得宝公司都能将投资者最初投入的1 000美元增值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

到 100 万美元以上。在表 8 中，前三名为思科、戴尔与美国电力转换公司，年收益率分别为 51.04%、45.87%和 39.5%。看了这些数据，一些投资者大概会热血沸腾，跃跃欲试，殊不知，在9 000家 IPO 股中，要买到这样的新股，真是比登天还难，即使你买到其中的一两家，由于投资了更多失败的 IPO 股，总体成绩也会很一般。

表 7　　1968～2000 年累计收益最高的首次公开发行股票

排名	首发年份	公司名称	1 000 美元初始投资的积累金额(美元)	年收益率(%)
1	1971	英特尔	1 887 288	27.55
2	1970	沃尔玛	1 521 036	26.58
3	1981	家得宝	1 066 691	36.80
4	1977	St. Jude Medical	867 695	28.68
5	1973	Mylan Labs	816 436	24.29
6	1970	Sysco	691 204	22.04
7	1973	联合出版社	673 348	23.95
8	1971	西南航空公司	627 284	23.10
9	1979	Stryker	576 885	29.51
10	1971	Limited Stores	562 546	22.80

表 8　　1968～2000 年收益率最高的首次公开发行股票

排名	首发年份	公司名称	年收益率(%)	1 000 美元初始投资的积累金额(美元)
1	1990	思科公司	51.04	300 139
2	1988	戴尔公司	45.87	347 955
3	1988	美国电力转换公司	39.50	169 365
4	1989	艺电公司	38.48	103 441
5	1986	微软	37.62	289 367
6	1981	家得宝	36.80	1 066 691
7	1988	美信集成产品公司	36.18	132 927
8	1986	甲骨文公司	34.98	205 342
9	1984	Concord Computing	33.15	266 025
10	1987	Fastenal	31.93	92 414

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

六

让我们不妨来看看 IPO 的另类奇迹。19 世纪出现过一本很经典的关于大众狂热与泡沫的书《非同寻常的大众幻想与群众性癫狂》,内地也有不同版本的译文。看过此书的读者一定会记住许多好笑的 IPO 项目,最滑稽的一个新股是“公司承担了一项伟大的任务,不过没有人知道这项任务到底是什么”,哈哈,它是对投资者保密呢,还是子虚乌有?招股书发行的第二天清晨,发行人就卖掉了1 000多份股票,筹集到2 000英镑资金,当天晚上离开英国去了欧洲大陆,从此后再无音讯。

再来看看很经典的 IPO 闹剧,我看了西格尔的介绍,才知科网泡沫时有更为可笑的故事。2003 年 3 月初,有一家名为 Net J. com 公司的股票交易十分活跃,它的近1 200万份股票在市场上以每股 2 美元的价格流通,市值因此达2 400万美元。西格尔发现,Net J. com 在证券交易委员会的档案中是这样描述的:“这家公司目前没有进行任何实质性的经营活动,自成立以来也没有从经营活动中获取过收入”,而且资产负债表上的亏损累计达到132 671美元。Net J. com 是否具有壳价值呢?西格尔的回答是:

但是“反向收购”的潜在可能性能够价值2 500万美元吗?浏览一下这家公司的档案就可以得出否定的答案。该公司自己的文件上写道:“其他一些更优秀的上市公司也在寻求收购或商业联合,这些公司可以提供更好的条件,是更有吸引力的收购候选公司。”此外,“这家公司并没有充分的理由能够从其他‘反向收购’上市公司中脱颖而出。该公司并没有充足的资金,也不能提供资本形成动机,它的股份持有人数量不足以使收购目标达到纳斯达克的标准。”证券交易委员会文档中的另一句话足以让所有的潜在投资者不安:“和其他‘上市壳公司’相比,这家公司在管理上并不出众,缺少使自己具备更强吸引力的竞争力。”Net J. com 价值的唯一来源“完全依赖于”其管理层是否能够使公司成为“合适的收购或兼并候选”,然而就在下一段中,这家公司表示,“管理层不会花费太多时间在公司经营上”,此外,管理层“并不急于找到一个商业伙伴”。如果上述这一切还不足以挫败投资者的信心,那么还有更糟的消息:NetJ. com 正因为涉嫌捏造兼并伙伴而接受

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

证券交易委员会的调查。

这可吓住了投资者吧。然而，就在2000年3月9日，Net J. com说自己找到了合作伙伴，股价马上大涨，3月24日达到每股7.44美元，市值达8 000万美元。经过两次兼并"失败"的消息，加上市场泡沫崩溃，最后Net J. com股价跌到1美分，不过这次公司还真的重组了，成了一家名为Zoolink的互联网服务商，到2004年4月，新公司的市值只有9.8万美元，比巅峰时期下降了99.8%。

西格尔嘲笑道，当代美国人要比18世纪的英国人更为愚蠢，毕竟，那时的骗子还号称拥有丰厚利润的"秘密"项目，让人憧憬；Net J. com明确表示自己没有经营项目和收入，还因捏造不存在的兼并伙伴受到政府的调查，投资人照样耗费了数千万美元去买它的股票，真是又疯又蠢又瞎。

如果今不如昔，新加入标准普尔500指数中的股票表现落后于该指数的原始股，IPO的股票表现也不及由一系列老股票所组合的投资组合，那么，当初"新的"为什么要被创造出来呢？

西格尔的答案是行业内公开的"秘密"，对于企业家、风险投资家以及投资银行家来说，新公司能够为自己创造巨大的利润。

21世纪初的美国电信行业成了毁灭投资者价值最恶劣的行业，然而创建者和风险投资家获利的例子不胜枚举：环球电信公司1998年8月以每股9.5美元公开上市，此后一个月里股价上升到64美元，在其鼎盛的2002年2月，公司的市值达470亿美元，到两年后的2004年1月，公司破产。然而，公司的创建者和董事会主席加里·温尼克以及其他管理者均全身而退，在公司股价暴跌前，温尼克卖出了近7.5亿美元的股票，董事会的另外6名成员（从CFO到副总裁）卖出了价值5.8亿美元的股票。相比之下，风投家在环球电信上赚得更猛，其中两家分别以4 100万美元和4 000万美元的初始投资变成了17亿美元和16亿美元。据《华尔街日报》的统计，电信业的内部人士在泡沫期间通过股票交易获取的现金数额超过142亿美元，风投家至少卖出了价值40亿美元的股票。

当然，投资银行也是IPO热潮的大赢家，投行的佣金是新股票发行总值的7%。1997～2000年，美国有超过1 500家公司上市，融资3 000亿美元，按华尔街的佣金水准，投行收取了210亿美元。佣金只是投行赚取利益的可见部分，投行家还可以把这些炙手可热的股票分配给他最青睐的客户、朋友和亲属，然后获得市场价格与发行价格之间的高额差价。西格尔估计，1997～2000年间大约有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2 000亿美元的利润转移到投行家的关系户那儿去了。

七

阅读《投资者的未来》之前，我没想到会有这么大的收获。西格尔用严谨的数据拈出了一些很新鲜亦实用的判断，有些验证了我们平日积累的经验和直觉，有些把我们很想搞明白的东西给说透了，真不容易。感慨良多，下面仅谈几点感受。

第一，常言道："女怕嫁错郎，男怕入错行"，我们往往把它援引到股市投资中去，似乎买最有发展前景、市值份额增长最快的行业的股票升值潜力最大，比如金融业中的寿险、银行和券商的股票都值得一搏。殊不知，众所周知前景良好的股票早已体现在股价中，我们一不小心就会付出高额的代价。中国人寿与中国平安的发展前景应该不错，可在A股的首日上市价格肯定高了，从中长期看投资收益很普通。在中国股市历史上，IPO热潮中的高价股一般都会让投资者损失惨重，早在20世纪90年代初，上海的两只商业股华联商厦与第一百货，当天开盘价为80元/股左右，套住了股民多少年，这方面的教训又多又深刻。

第二，对那些高科技、新发明行业的股票，短期投机，小赌怡情可以，长期要拿住，难。高科技、新发明的泡沫有时对消费者是有好处的，电信行业宽带供大于求，让消费者的付费越来越便宜，有何不好？在日新月异的高科技领域中，在前的会在后，在后的会在前，这是普遍的规律。

在科网热时代，人们问巴菲特最多的问题是他为什么不买科技股，甚至错失了投资好朋友盖茨的微软公司的机会？巴菲特的回答是不懂高科技，超出他的能力范围。是的，不投资自己搞不懂的生意，或者说不超出自己的"能力圈"做决策，是巴菲特价值投资最重要的原则之一。但多年过后，我们还可以进一步思考，巴菲特投资的领域其实非常之多，看看他的年报就知道了，为什么巴菲特不能尝试理解微软等高科技呢？巴菲特可是个热爱学习的人啊，他完全可以请教盖茨嘛。我认为，巴菲特早就对高科技有"偏见"，很清楚该行业"成功是失败之母"的自我毁灭特性，所以，哪怕是微软他也不碰，以规避价值毁灭的风险。

第三，企业经营成功的本质是最大的销售额和最小的成本。美国近30多年投资回报率最高的是巴菲特投的伯克希尔、西南航空与沃尔玛，它们都是其貌不扬、奉行节俭之道的公司。我最近看了一本日本京瓷老板的自传，他说喜欢买二手货生产机器，因为他比较过同行（如德国厂家）用新的生产设备，产出当然比京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

瓷高，可从投入产出比看，京瓷的二手设备性价比要高出德国同行好多倍。我们很多喜欢引进一流设备的厂家，一定会认为京瓷的老板小气没眼光、缺乏大手笔，可最终还是这些精打细算的公司的投资收益率最高。前段日子，我看了一个电视对话节目，均瑶集团的老板向我们展示了他的“吉祥航空公司”的经营策略，主要是优质的高端服务，当然价格一定不便宜。我很纳闷，如果同样的票价、相似的时段，在国航与吉祥航空之间，顾客为什么要选择后者？坦白地讲，除非吉祥的价格比大航空公司便宜许多，否则我们大多数人都不会坐它的飞机。吉祥为什么不学学美国西南航空呢？经营理念是可以模仿的，尤其对后来者来说。

最后一点但并非不重要的是，投资收益取决于实际利润增长率与预期的差别。我们过去经常说进行投资要有反向思维，却不如上述说法更为精确。坏的预期本来不是一件好事，但若实际情况比预期好而且好得多时，即使实际情况蛮糟糕，最后的投资收益并不差。比如，大家都在预期房地产股近两年受到国家政策的调控，经营业绩有问题，可实际并没有想象的那么严重，那些在低预期下买到低价房产股的人，等到人们发现实际情况并没那么坏时，股价就会大涨，最后的收益率反而不低。反之，那些预期前景很好的股票，价位一定不低，今后要大涨，业绩若稍与预期不符，价格反而会下跌。坏了再坏，好了再好，所谓趋势也。不是没有，关键在于可能坚持多久？所以，投资人要在实际与预期之间做文章。对于长期投资人来说，股利也很重要，因为买了低预期股，再用股利持续买入低价位的股票，最后对收益有放大作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

高通胀是股市的大敌

——查理·芒格妙语录

《芒格主义:不用稿子的查理》选自《穷查理年鉴》第三章,是芒格的妙语集锦。我过去也引用了不少,这儿再评论几句吧。

值得注意的是,通过避免成为傻瓜而不是试着成为非常聪明的人,那些像我们一样的人的优势维持了很长一段时间。

春风得意的人一般是听不进这种话的,成功怎与我的能力与聪明无关呢?只有遭受过大的挫败,才会发现芒格并不是装谦虚。困难在于,我们在熊市中听得进的话,到牛市会忘得一干二净。

我不希望回到过去,我已经经历了过去。我们许多股东的大部分财富都在伯克希尔公司的股票上,他们也不想回到过去。

这是大实话,却没有“诗意”。有诗意的描述往往是某某投资英雄破产后东山再起或绝处逢生,它们可能适合励志,但我们应该祈祷别碰上。总之,在投资界中谁想做“英雄”,最终会连狗熊都不如。《股票作手回忆录》的主人公容易让人神往,结局却以自杀而告终,我们得敬而远之。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



查理·芒格(左)与巴菲特(右)
(图片来源:腾讯财经)

20 世纪 20 年代时到处都有弊端。当时有这样一个笑话,一个家伙说:“我买股票是为了能在年老时有所依靠,但 6 个月内该股票就实现了我的目标,我感到自己成了老家伙了!”

每一次大牛市都会催生不少这样的“老家伙”,但他们未必能提早退休。

如果共同基金的董事是独立的,那么我就是莫斯科大剧院芭蕾舞团的主角。

芒格这么大年纪,还要“恶搞”,但不这样,又如何把事情说透呢?

我宁愿在妓院中通过演奏钢琴来赚钱,也不愿听从约翰·多尔的建议,通过占有股票期权去赚钱。

继续“恶搞”,把众多的上市公司高管及中层管理人员的激励手段比喻为在妓院中演奏钢琴?而且还不如?过分不过分!股权激励当时在中国还是新鲜事,所说对上市公司与股东的利益重要得很,是吗?它在发源地的美国,至少就没这么神奇吧。

金融机构的本质就是公司有许多种倒闭的方法。你可能过高地使用了信贷,或者进行了愚蠢的合并,或者过度使用了财务杠杆——并不仅仅只有衍生品(能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

让你垮台)。

也许我们是特例。但我们对金融风险非常敏感,当金融机构试着做得更好的时候,他们通常会让我们感到紧张。

在工程学上,人们有着巨大的安全边际。但在金融市场中,人们并不关心安全性,他们让这一系统扩大扩大再扩大,会计假账为这一系统的扩张起到了推波助澜的作用。我比沃伦更担心这一系统。

不是沃伦·巴菲特比芒格圆滑,而是芒格如此蔑视同行,浑身是刺,会让人受不了。

衍生品就像一条下水道,如果我是正确的,那么到时会有严厉的惩罚在等待它。你所要做的就是准备当账本上这些衍生品崩溃时,你该怎么办。

巴菲特在2003年就把衍生品比作大规模杀伤性武器,芒格则把衍生品比作下水道。不,他还说过:“把衍生品看成是一条下水道的说法是对下水道的侮辱。”当时芒格这么说有刻薄之嫌,到2008年,次级债水落石出,说它不如下水道还是厚道的。

《景气为什么会循环》(《外汇,景气循环与市场波动》)最吸引我的是里面有许多经验数据,英国从第二次世界大战至2004年间的资产价格升跌表明,股票的表现极端取决于通货膨胀,也就是说通胀是股市的真正大敌。在高通胀的情况下,经济高增长与低增长的股票表现分别为4.4%和4.1%;在低通胀的情况下,经济高增长与低增长的股票表现分别为13.4%和11.1%。很明显,股票的表现与经济的高增长、低增长的关联度很小。

关于《苏格兰人如何发明世界》(《地杰人灵》)我曾在《投资者文摘》中介绍过,这儿再摘抄一段杂志主笔胡海的读书笔记,相互印证吧。

这是很不错的一本历史书,主要叙述了18~19世纪期间苏格兰人所做出的贡献。虽然书名可能会让人觉得有点哗众取宠的味道,但读完本书后,你不得不承认,18~19世纪的苏格兰人确实是为现代世界的建立做出了重大的贡献。

事实上,即使仅凭亚当·斯密和大卫·休谟这两个人,说苏格兰人奠定了现代资本主义社会的思想基础,相信很少有人能反驳的(自我感觉自己的思想受斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

密和休谟的影响也是极大的)。除此之外,我们所熟悉的名人中的苏格兰人还包括瓦特、贝尔、卡内基。

这本书写得很好,涉及面广,政治、哲学、经济、军事、文化等各方面都有涉及,既有理性的分析,又有充满感情的描述,让人有时深思,有时感动,有时微笑,有时悲伤,很好看,很多内容很有启发性。

苏格兰是在18世纪初正式加入英联邦的,当时的推动者主要是商人,希望加入英联邦后可以在其殖民地做生意,而当时苏格兰的民众是很反对的(双方民族对立情绪很大)。但实际联合后的几十年里,苏格兰的经济得到了很大的发展。

苏格兰语是与英语不同的另一种语言,从当时情况看,苏格兰人是很崇拜英格兰的,学英语的热情和我们现在学新东方、疯狂英语很相似。一个爱尔兰人(爱尔兰语与英语也不同)在苏格兰教英语很火爆,赚了很多钱(亚当·斯密的《国富论》被认为是英语经典,但对他来说,英语实际上是外语,他的英语口语始终带有口音)。不久,苏格兰在思想的影响力上超过了英格兰,成为英联邦中的主导力量。

人的自尊心、民族感情是很容易被滥用的。1745年被废黜的王子查尔斯为了夺回皇位,鼓动苏格兰高地的部族首领和他一起叛乱,这些首领明知胜算很小,很不情愿,但因为荣誉感(他们原来臣服于查尔斯王朝)还是追随于他了,英勇奋战,结果大败,死伤惨重。而查尔斯王子仅仅只是为了自己的一己私利。

卡尔文主义是基于教会对教义的垄断而兴起的反抗,因此具有强烈的反世俗权威的意识,奠定了西方民主的思想基础。但其本身的教义又是极端严厉的,不允许剧院表演任何娱乐活动,任何对上帝的不敬言行都可能会受到惩罚甚至处死。

18世纪时,苏格兰可能是欧洲最贫穷的地区之一,但其识字率却是最高的。美国的移民中,苏格兰人是最受欢迎的,因为他们既识字又能吃苦。因为卡尔文教派认为所有人都应能读圣经,所以在乡村设立了一系列的学校。

我们都知道“圈地运动”是“羊吃人”,实际这是一个必然的经济环境结果——如果这些土地种粮食的话,在经济上是不可行的。佃户靠种粮食无法取得足够的收入来交租,地主无法取得足够的租金维持领地的运转。当时这些地主的经济状况都很差,很多都是负债累累,不得不改养羊。

我们都知道鸦片战争是帝国主义侵略中国的开始,但为什么当时除了中国之外,似乎没有其他国家有严重的鸦片问题呢(包括大量种植鸦片的印度)?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

卡内基体现出典型的苏格兰人的精神：吃苦耐劳、精明、同情心（据说他对没有控制好与罢工工人的冲突导致流血死亡很后悔，也是他后来出售自己的钢铁帝国的主要原因）。“作为富人而死是羞耻的”便是他说的。

香港特区的时事评论员蔡子强写过三本《新君王论》，销量很不错。我比较喜欢的是《新君王论》（三），也就是“曾荫权的领导笔记”。曾荫权在1997年的亚洲金融风暴中力挽狂澜，给我们留下了深刻的印象。我一直通过港报关注着他，但毕竟隔了一层，当然没有蔡子强说得明白。

政治人物的压力都很大，曾荫权的一个减压方法竟然是“擦鞋”，他会把柜里的十多双皮鞋拿出来重新擦亮一遍，外访时亦爱自己擦鞋。

蔡子强认为曾荫权何以受当地人民的欢迎，是因为在他身上可以找寻自己。曾荫权是个地道的“香港仔”。

“他平民，down-to-earth，至今仍会去九记吃牛腩粉，去何洪记吃云吞面，跟你我一样。”

“他品味暴发，为官数十年，没有什么嗜好，唯一喜欢的是收集劳力士（Rolex）手表，巧合的是，每逢经历大事，例如入市击退大鳄，或者当政务司司长之后，他都会多买一块，像是给自己奖励。”

“他修养一般，得意忘形时，竟然会吹起口哨。大家都记得当北京成功申办2008年奥运会时，他的第一个公开反应竟然是说：‘今趟香港想穷都很难了！’”

曾荫权是“实用主义”的，“只要可以为我所用，即使只是40岁刚出头，出身寒微的人，都不拘一格，有点像《水浒传》中宋江的气魄。他只会考虑你是否真的能帮到他。”

“我想曾荫权一生也没有想过要当一个轰轰烈烈的英雄，一次也没有。”

“他没有那么多Visions（愿景），他只想把交给自己的工作做好，然后可以继续在这个位置上做下去，当其Pragmatic leader。而他能屈能伸的高度弹性以及卓越的执行能力，又令他胜任愉快。”

曾荫权自言：“Visions好多时就像一些幻影，你不可以让幻影所蒙蔽，而是要有细节的Planning（计划），去保证把东西落实。”

蔡子强说：“据悉，从民调中发现，越是底下阶层，越是喜欢曾荫权。”

不好意思，我也喜欢这位“香港仔”啦。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

立地成佛

——彼得·林奇金盆洗手时的告诫

最近,我比较系统地重温了美国著名的投资通讯《杰出投资者文摘》中大师的文章,看到大名鼎鼎的富达麦哲伦基金经理彼得·林奇1990年5月31日退休前的一篇演讲,它似乎从未被译成中文,看看人家20多年前的提醒,还是有用的。



彼得·林奇
(图片来源:搜狗百科)

林奇的演讲题目是《我认为在股市赚钱关系重大的少数几个要点》,其中的一些言谈早已人所共知,我就不再强调了。

规则一:了解你持有的股票。

规则二:做经济预测徒劳无益。

2007年10月以来的全球金融危机,几乎让投资人都成了宏观经济学家。我自己似乎也难以免俗,天天被各种经济数据与投资市场之间的关系蒙得晕头转向,所受的教育比得上看20本国际金融教科书。不幸的是,我很怀疑自己真正学到了什么有用的学问。

彼得·林奇的疑问是:

我很希望能够知晓这些信息。对我来说,当衰退将要发生的时候获悉这种信息是很有帮助的,这会非常好。在座的大多数人应该还记得1980～1982年的衰退,这是大萧条之后最严重的衰退,当时我们的失业率达到15%,通货膨胀率达到14%,基础利率高达20%。你们有谁接到电话告诉你们会发生衰退吗?你是否记得在你经常阅读的那些杂志中有哪一本杂志曾经成功地预见到了这种情况?没有人告诉我将出现这么悲惨的局面。

你可能不相信人们在预测一年之后将发生的事情上面浪费了多少时间,能提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

前知道一年后的事情当然很棒，但是你永远无法知道。因此不要白费心机了，这没有任何好处。

规则三：不要担心股市，也就是集中于个股，忘掉全局（big picture）。其实这是规则二的类推，你没法预测宏观市场，那只能乖乖地研究个股吧。一场金融大危机，让人们觉得覆巢之下，安有完卵？但确实有个别公司经得起折腾，这也是事实。

规则四：不要急躁，你有充足的时间。

这对今天的我们很重要，即便我们真的已处于大牛市中，也不必急于追涨，有的是机会。林奇的原话是：

你有充足的时间。不要有这种想法：你一想到某个概念就必须马上把它付诸实施，其实你有足够多的时间让你对公司进行充分的研究。给我带来丰厚回报的股票都是我在关注它们第二年、第三年或者第四年、第五年才买入的。在股市赔钱会赔得很快，但是赚钱却赚得很慢，赚钱和赔钱之间应该存在某种平衡，但是实际上没有。

林奇举的例子是沃尔玛。沃尔玛于 1970 年上市，有 38 家店，售价 8 美分/股。5 年后，沃尔玛有 125 家店，利润增长了 7 倍，股价涨了 5 倍，41 美分/股。1980 年，沃尔玛有 275 家店，利润又比 5 年前增长了 5 倍，股价也涨了 5 倍，为 1.89 美元/股。1985 年，它有 859 家店，利润又比 5 年前上涨了 6 倍，股价是 15.94 美元/股。1990 年林奇演讲的时候，沃尔玛的股价是 50 美元/股。

林奇说道："在 1980 年买沃尔玛，已比上市时晚了 10 年，但持有它仍能赚 25 倍，回报率可以把麦哲伦基金打得落花流水。"不过，林奇也坦承，他在此期间并没有持有沃尔玛，当时他觉得它的股价过高。

又是 20 多年过去了，我没有细算这 20 多年来沃尔玛又翻了多少倍，但一定是惊人的。有意思的是，巴菲特在林奇感叹后的 10 多年后才追买沃尔玛。想到这里，大家可以安慰一下自己了。

林奇提到了一些有关股市投资危险的说法：

危险说法 1：股价已经下跌了这么多了，股价还能跌多少呢？

这个教训大家刚领会，不必谈了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

危险说法 2:股价还能上涨多少?记住上面沃尔玛的例子。

危险说法 3:我能赔多少?股价只有 3 美元。这与危险说法 1 区别不大,再次提醒你跌幅仍会巨大。

危险说法 4:最终,跌去的全都将反弹回来。每次流动性大泛滥,让许多中小盘股或三、四线股又创了新高,人们不再相信这个危险的说法。但,走着瞧,林奇是对的。

危险说法 5:情况糟糕得不能再糟糕,我应该买入。它类似于危险说法 1 和 3。

危险说法 6:当股价反弹到 10 美元的时候,我就卖出。它类似危险说法 4,不少人不以为然,他们总会明白的。

危险说法 7:保守型股票的波动不大。这也在 2008 年的市场中领教了。

危险说法 8:因为没有买入而赔了钱。

这就是所谓的踏空。每次股市大反弹,许多人因踏空行情十分烦躁,他们也许没有买,有的买了又抛了,有的投机不成还亏了钱。他们见周围的人声称赚了钱,几乎失去了投资的自信。关于这点,说来话长。大致说来,看看自己的账户吧,踏空不像套牢,你没有亏什么钱。记住林奇的警句:“我错过了成百上千的股票,不过,你只需要几只股票便可发财。”

危险说法 9:这是下一个伟大的公司。

由于沃尔玛等个别伟大股票的存在,让人情不自禁,但“下一个伟大的公司永远都没有成功过。下一个玩具反斗城没有成功,下一个家德宝没有成功,下一个施乐没有成功——施乐自己做得也不是很好,下一个麦当劳……都失败了。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一个美国人眼中的“新常态”

——威廉·格罗斯新语

被誉为债券天王、PIMCO创办人暨投资官威廉·格罗斯(William H. Gross)每月的投资展望专栏向来为全球投资家所重视，2009年这半年多来，格罗斯专栏的主题一直未变，就是提醒大家关注“新常态”(New Nomal)。

有新，必有旧。中国业内很流行的《对冲基金风云录》的作者巴顿·比格斯(Barton Biggs)在2009年年初的彭博电台上说自己是“多头市场的孩子”，被格罗斯认为是“旧常态”的绝妙写照。



威廉·格罗斯
（图片来源：TED演讲）

自从比格斯从事金融业以来，在市场下跌时买进总是有利可图，因为市场、经济、企业获利以及资产跌后必然反弹并再创新高。格罗斯解释，这不仅是他的经验之谈，根本上资本主义制度就是这么运作的。经济增长，企业获利也增长，就像孩子们会长大。我想，这就是为何他会说自己是“多头市场的孩子”，不但是因为他这么多年来亲身的经历，还因为经济增长与资产价格上涨几乎就像一场自然演化，像一个人的成长过程。人就是这么长大的，巴顿想说的是，资本体制也是这么成长的。

不幸的是，现在这个成长过程出现了一道明显的裂口，因为我们得面对去杠杆化(Delevering)、去全球化(Deglobalization)与政府加强监管(Reregulation)。格罗斯认为，这三股可合称为DDR的力量，意味着：如果你自认是多头市场的孩子，现在就得成长为知所进退的成年人了；要认清世界已大不相同，未来10年甚至20年都不会回到美好的老日子。我们正在迈向“新常态”，这将是一段经济增长缓慢的日子，企业盈利相对停滞；政府加强对经济活动的控制与监管，赤字膨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

胀；消费者不再疯狂“血拼”，而是开始像日本人那样，存钱存到进坟墓为止。

格罗斯花巨资买了一座豪宅，引来媒体的猜疑，而格罗斯在一期的专栏上粉碎了不少人的期盼。他表示，美国原先的房市发展模式是鼓励民众自置房产，政府的资助压低了房贷利率，而且房贷利息支出可以抵税，加上监管当局对两大房贷机构房利美与房地美姑息纵容，促成了美国长期的房市荣景和泡沫化。而今天，原先的房市发展模式已垮掉，这从房屋自有比率下滑就可以看出来，美国民众的房屋自有比率已从69%的顶峰显著回落，看来将跌至65%的“新常态”水准。

说句题外话，中国人如果见现在美国房价便宜想抄底，得考虑如果不是美国人，就没法享受房贷利息支出抵税的优惠啊。

还有就是影子银行系统的垮掉，让美国人终于无法轻易举债消费，储蓄率已节节升高，消费支出则下降，也同样走向新常态。

按格罗斯的判断，“新常态”来临时的投资策略是：第一，全球政策利率将长期维持于低点；第二，政府推行量化宽松，定期融资及财政刺激措施的力量与持续时间将左右美国及全球许多资产类别的未来投资回报率；第三，投资者应继续为政府的各种政策预做准备，必要的话加以配合，好好利用政府提供的融资及担保；第四，亚洲以及跟亚洲密切相关的经济体（澳大利亚、巴西）将主导未来的全球经济增长；第五，美元长期而言倾向贬值。

格罗斯有一期的专栏名为《“平标准杆”足以夺标》，意思是和高尔夫球公开赛中的选手一样，投资人未来必须稳健行事，避免关键性失误，在“新常态”下，“平标准杆”（外加辛苦得来的超越大盘的若干回报）的成绩可能足以夺标了。

在2009年6月的名为《在新常态中守住财富》的专栏中，格罗斯还有趣地提到财富的变迁：“我记得当我还是小孩的时候，我的父母曾愤愤不平地告诉我，只有医生、飞行员或汽车经销商才能负担得起加入乡村俱乐部的开销。到我这一辈，情况已经完全改变了。现在，当我坐在位于棕榈泉的葡萄俱乐部里撰写此文时，可以看到球场上挥舞着球杆的高尔夫球手都是房地产开发商、投资银行家或投资管理公司的头头们，富人们已经改头换面，不仅仅是他们的言谈举止，还包括他们的身份和赖以为生的技能。至于他们中是某些人还是所有的人都肮脏，只能留待社会和历史去评判。然而有件事可以确信：在未来几十年里，通过借用他人的资本创造财富的能力将会遭遇许多挑战。去杠杆化、监管重置、税负的加重以及报酬限制，这些都意味着唯有那些最富技巧的或者是最可疑的人才有机会进入福布斯富豪400排行榜。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

格罗斯的“新常态”主要是指西方各国,他对亚洲的成长前景还是看好的。如果比格斯之辈都是“多头市场的孩子”,我们这些中国投资人不是孩子又是什么?

格罗斯的同事,PIMCO 的首席执行官伊里亚德在《驶向新常态》一文中引用鲍勃·狄伦的《永远年轻》的部分歌词:“祝你的生活永远充实/祝你的步履永远轻盈/祝你拥有坚实的基础/当变幻之风转向的时候”,倒也浪漫。可惜,投资并不浪漫,新常态下的投资更是平淡如水。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二篇
理财感悟





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

100倍

2005年5月26日，53岁的毕马威会计师事务所的CEO尤金·奥凯利被诊断为脑癌晚期，最多还能活上3到6个月。奥凯利赶紧写下了人生最后岁月的感受与告白，直至2005年9月10日去世。

这些文字收入《追逐日光》中，于2006年出版，颇为热销。中信出版社于2007年1月出版了《追逐日光》的简体中文版，我赶紧买了一本，回家后直至半夜把8万多文字读完。



《追逐日光》

奥凯利脑肿瘤上的细胞完全坏死，死期将至，容不得半点侥幸，是件非常残酷的事。人都不愿死，若一定要选择的话，人们可能希望的是突然死亡，如一觉睡去不醒。中国当代思想家李泽厚说他最喜欢的死法是飞机失事，大概也是这个意思吧。一个人知道3个月后必死无疑，等死的滋味真是难受。

奥凯利不愧为有素质的职业经理人，他知道自己失败了，却有条不紊地撤退，败而不乱。他写下最后要做的事：(1)稳妥地解决所有法律和遗产问题；(2)结束一段段人际关系；(3)追求简单；(4)活在当下；(5)营造和接受美妙的时刻和"完美的时刻"；(6)开始向新生过渡；(7)为葬礼做准备。

奥凯利要向人生告别，却发现最容易告别的是自己的事业，极有反讽意味。因为他曾在工作中投入巨大的激情并陶醉于商业领袖的成就中(就在2005年春天，他是50位获邀去白宫和布什总统进行圆桌会议的CEO之一)。奥凯利为毕马威打拼了33年才坐上了公司的头把交椅。为了工作，他很少回家与家人吃饭，牺牲了很多周末；经常要熬夜干活，几乎错过了14岁的小女儿吉娜的学校所举办

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的每一次活动。在奥凯利知道自己患脑癌时,他的工作日程已经安排到一年半以后,"保守估计,我每年飞行的里程都在150 000英里以上"。

尽管奥凯利感叹"达到事业巅峰的人都不是自己走上去的,而是别人硬推上去的",但还是忍不住回忆那些让他走上巅峰的精彩片段。如奥凯利还是毕马威金融业务部主管时,为了想成为一家大型投资银行的审计公司,必须和这家银行澳大利亚分行的总裁面对面地进行交流,后者却没空。奥凯利知道这位总裁要从悉尼飞往墨尔本,便从纽约飞了整整 22 个小时来到悉尼,飞机刚落地,赶紧又搭乘下一趟航班,花费一个半小时去墨尔本。在飞机上,奥凯利坐在总裁的旁边,自我介绍,并告诉总裁他飞越了半个地球为的就是见他一面。结果,奥凯利赢得了这笔生意。

而现在奥凯利只用了 3 天时间便物色了自己的接班人,做完了交接工作,而这一切都是通过在家里打电话完成的。奥凯利无心恋战。

在阅读《追逐日光》时,我能感到奥凯利的矛盾心理,他不能也不想抹杀事业的重要性,毕竟他在一个月乃至几天前还在公司中颂扬工作的神圣并身体力行。现在转变角色,要说出自己的顿悟太难了。

不必苛责奥凯利,轮到我们不会表现得比他更好。

奥凯利拟定了向亲朋好友告别的顺序:亲密的商业伙伴,一辈子的朋友,亲密的家人,大女儿,小女儿,妻子;"和我自己的孩子和妻子说再见,无疑是最难开口的,应该要保留到最后"。

奥凯利用了 3 个星期才与外围的朋友告别完毕,他们有1 000人之多,其中不乏感人的对话。奥凯利给大学的室友道格的信中写道:"可能你也听说了,因为癌症晚期,我的身体已经快不行了。我写信给你是想告诉你,自从宾夕法尼亚州立大学同窗以来多年的交情,我一直都很珍视。愿你生活前景灿烂。上帝保佑你。"

道格打来电话,与奥凯利聊了一会儿过去,"之后他提醒我说在当时的同学中,我在很多人生台阶上都是先行一步的——第一个结婚,第一个成为父亲,现在又要第一个去迎接来生了。他说其他同学会追上我的,在天国见面"。

用 3 周时间告别朋友,对一个还有 3 个月就要离开人世的人而言,实在太多了,奥凯利做完后有点后悔。可是,我们应该理解奥凯利的心情,他实在太想和过去告别,活在当下,活在今天,享受最后的美妙时光。

限时离开人生,还要每天有滋有味,不能寝食难安,实在艰难。奥凯利却在水中找到了自己的灵丹妙药。有天他在一个植物园的假山上遇见了飞泉泻水,马上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

沉迷其中。在此之前，奥凯利从没和水有什么缘分，但现在看着水花，听着水声，能够使他的心情变得更加宁静，“能够进入下一个境界”。接下来的每一天，奥凯利都会凝望水，试着度过一段“飘然仙境”的时光，可能会有半小时，也可能更久，“我的感觉是自己好像不是完全存在于这个世界中，也非完全置身于这个世界之外，我感觉自己游走在两个世界之间。绝对的新生”。

奥凯利把向小女儿吉娜的告别仪式放在 9 月的布拉格之旅上，但临行前，他倒下了。

如果奥凯利再多活几十年，会出一本描述自己在毕马威(KPMG)CEO 生涯的书籍，也许也会畅销，可是它不会像《追逐日光》那样让人感受到人生的意义所在。

我看完《追逐日光》后，第二天正好去参加朋友聚会。席间，我将奥凯利的故事告诉大家，朋友们大多不以为然。因为谁都知道把握生命价值的重要性，应该多与家人相处，还要自得其乐，但只要不是死到临头，我们照样会在滚滚红尘中挣扎，追名逐利，忙得不亦乐乎。

我倒不是因《追逐日光》而产生什么顿悟。我第一次感到死亡这位不速之客是在大学一年级，我有一位同桌叫常建，个子很瘦小，头发卷卷的，人极老实。他告诉我，只要这次考试成绩好，父母答应他外出旅游，可是临近考试，他却住院了，说是得了白血病。我是班长，便安排同学们分批去医院看望他，等到我拎着水果去常建住院治疗的铁道医院时，医生说昨晚他刚去世。也就这么几天，人就没了。我代表学校致了悼词，但我觉得真没什么可讲的，常建的人生还没开始。从此以后我对人生特焦虑，总在想如何活得有意义，后来还在 1993 年写了一部 20 多万字的长篇小说《大头娃娃》，讨论这事儿。几年前，我把这部小说的手稿给毁了，主要觉得它本身就没什么意义。为了回避死亡的焦虑，我拼命地工作和学习，想活出点意义和质量，后来欲速则不达，有几年感到莫名的虚空。20 世纪 90 年代末，我空降到一个单位去做主管，但很快发现那儿四分五裂，人心动荡，邪得很，我成了仇恨的替罪羊。我大感不妙，提出辞职。那一天，单位正好组织去上海青浦某地游玩，大家都知道我要离开了，一些人便蓄意灌我酒。当年我的酒量很大，但心情不佳，喝了几瓶酒，醉了。车子回来的时候，我在郊外要求下车呕吐，却不慎从堤岸上翻落，跌入小河中，躺着爬不起来。幸亏有两位同事觉得我去了太久，有些不妙，赶来救援，加之冬天河水浅，才不致丧命。回到家中，我已冻僵，同事整整往我身上冲了一小时的热水，我才缓过劲来。我对那天的印象很深，躺在河里，望着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

天空，并不挣扎，只想睡去，如果河水再急些，我一定会顺流而下。后来，听到同事的叫声，才伸手往上爬。



《人生下半场》

不过，活着回来了，想想就后怕。发现如果自己不是那么有雄心壮志（野心吧），也不会上人家的圈套。我开始调整方向，不再对在人世间留下什么痕迹（追求一点不朽吧）有兴趣，不再对在别人的眼中我是谁有什么兴趣，而是耕种自己的园地，为神做个见证。这几年，我也几次知悉亲朋好友突然离去的消息，虽然也震惊也伤逝，可心情毕竟平静多了，因为我一直在做准备。

奥凯利调整的能力和速度惊人，但给他的时间太少了。我们应引以为戒，在有生之年逐步调整。

我在这儿向大家推荐《人生下半场》（江西人民出版社，2005 年 9 月第 2 版），是美国班福德电视公司董事长写的，管理大师彼得·德鲁克曾作序推荐。班福德创造性地把人生分为上半场和下半场。35～40 岁以前是上半场，有人匆匆忙忙地念完大学，坠入情网，结婚，开始工作，尽力往上爬，积聚财富，过个舒适的人生；还有很多人在进入中场休息之前，经历了病痛、离婚、失意、酗酒、没时间与孩子相处、内疚、孤单落寞……就像许多球员一样，上半场开始时立下了许多很好的心愿，但一路打下来，视线开始模糊，失去了方向。不管是谁，我们都需要中场休息，反省一下自己上半场的所作所为。一个失败的人固然不用说，即便是成功之士，也渴望得到一种超越成功的东西。

大家都知道，球赛的胜负取决于下半场，而不是上半场，人生亦是如此。随着终场的临近，体力和经验都会告诉我们应该调整节奏改变策略，毕竟上半场出错，下半场还有时间补救。但若下半场出差错，就难以挽回局面了。这里也不是说你因为害怕失败，死守球门，碌碌无为，而是用另外一种方式活出精彩来。准确地说，是把你过去未知的潜力发挥出来。奥凯利对水声的入迷和与家人当下亲密生活的幸福感，都是对上半场人生严重缺失的觉悟。

我们投资界所熟知的基金经理彼得·林奇也是位从容地从上半场转向下半场的智者。林奇曾在 13 年内使自己成为有史以来最伟大的共同基金经理，却在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

46 岁时急流勇退。林奇并不认为在上半场做错了什么事，相反，它们都是好事，但他解释说："对我而言，这些好像巧克力，吃多了就会胃痛。"现在每天早上，他先送孩子出门上学，8 点才去上班，一星期工作四天（两天替富达公司工作，两天从事慈善事业），星期一则完全留给妻子。

上半场追逐成功，下半场则是达成有意义的旅程。班德福评论林奇的转变："下半场就是要重新拾回对生活的驾驭，做你决定要做的事。你以为彼得·林奇告诉富达公司同事，他不再替他们管理利润最高、最热门的基金是件容易的事吗？他之所以能做到，是因为知道如果失去对事业生活的掌握，终有一天会严重损及人生其他重要的层面。"

班德福不是一个为制造商机的说教者，班德福只有一个孩子叫罗斯，他大学毕业后成为一位投资银行家，主要是为了得到些历练将来加入自己的家族企业，最终完全从父亲手中接棒。1987 年 1 月，不幸的事情发生了，罗斯与两个朋友尝试游过美国与墨西哥交界的葛兰蒂河时失踪，四个多月后，人们在大约 10 英里之外的地方找到了罗斯的尸体。白发人送黑发人，其中的悲痛不是非亲历者所能理解的。当年获知常建同学的死讯后，我急忙赶到他家慰问，我至今仍记得他父亲呆若木鸡的神情，那真叫绝望。而罗斯离开后那暗淡无光的几个月中，上帝是班德福唯一的精神支柱，"我学习到的上帝的恩典够我们用，他的力量在人的软弱上显得完全；也学习到我活在世上，是旅客，不是地主；是管家，不是主人；是战士，不是温室小花"。"我活在两个世界里，一个是充满纷扰和繁忙的世界，匆匆忙忙地做生意，跟着股票市场暴涨暴跌来算积分，是镜花水月的世界，总有一天会消失。另一个世界则是现在罗斯所处的世界——永恒的世界。第二个世界的真实性使我能有信心地说：'罗斯，现在只是暂时分别，不久会再相见'。"

对罗斯、奥凯利尤其是身边亲朋好友的突然离去无动于衷或是无可奈何的人，都应该回味英国诗人邓约翰的名句："人不是孤岛，不能离群独居。每个人都是大地中的一小块，整体的一部分。任何人的死亡都会把我缩小，因为我与整个人类息息相关，所以不要问死亡之钟是为谁而敲，那是为你敲的。"

让我们回到本文的标题《100 倍》，这不是上半场的彼得·林奇夸耀如何寻找成长 10 倍的股票，而是出自《马太福音》第十三章中对撒种的比喻，他用比喻对他们讲许多道理：

有一人出去撒种，种子有落在路旁的，飞鸟来吃尽了；有落在土浅石头地上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的，土不深，发苗最快，日头出来一晒，因为没有根，就枯干了；有落到荆棘里的，荆棘长起来，把它挤住了；还有落在好土里的，就结实，有100倍的，有60倍的，有30倍的。有耳可听的，就应当听。

"100倍"，是还不知道自己的大限何时来临的班德福为自己选择的墓志铭。

下半场，100倍，我们一起来完成。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

实用主义地理解价值投资

2007 年 8 月，我在东方港湾私募基金经理但斌的博客上看到一位署名“学习者”的网友对中国私募信托基金业绩的评论，主要是列出了私募基金与共同基金的绩效对比，结果总体而言，收费高的私募基金比共同基金的业绩要差。

对这个结果，我并不感到吃惊，我曾与一位在私募基金做过营销的朋友聊过，认为人们总有一天会发现这个问题的。当时他很不以为然，说投资私募信托的人不会去比较的，已经赚了钱嘛。我则持保留意见：“你们不要把别人当傻瓜。”

我只是觉得“学习者”在人家私募基金门口发帖子不是很妥当，所以没有参与讨论，只是写了一个备忘录给但斌并与他交流了一次。但斌则写了一个讨论的帖子发在博客上，里面引用了我的一句话。由于我的备忘录没有公开发表，这显得有些没头没脑，有好友打电话问我是怎么回事。

2007 年 10 月中旬，我的邮箱里来了一封叫王丹的先生发来的邮件，他说自己投资了国内 7 只私募信托基金，最后认为在牛市里共同基金的指数产品才是最好的选择，希望我发表在 *Value* 杂志上供读者讨论。我觉得很好，就先发在自己的博客上并附上了我上次写的备忘录。王丹很快坦承自己就是那位“学习者”，看来是有缘。

我又希望王丹多写些具体的私募信托投资经验，让大家分享。王丹果然有话要说，又写了两大段感言。

我也回了一个帖子，告知他投资私募信托主要是找对优秀的经理并举了几个例子，我又举了一个水平比较一般的投资基金经理，加以区别说明。

我的意思其实很清楚，如果你选择了出色的私募信托投资经理，不一定要计较一时之得失，但若你选错了，确实有麻烦。

很快，有位自称是职业投资人的“大可”先生情绪比较激烈，认为我不应发表“学习者”的帖子，因为他不是一个价值投资者，没资格在这儿讲话，并说我对投资基金经理的评价太主观，有失偏颇。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我觉得很奇怪，不要说在自己的博客上，哪怕是在所谓的其他价值投资圣地的博客上发表不是价值投资的帖子又如何？难道价值投资者是如此脆弱、敏感与排他？

说我对基金经理的评价太主观也离奇，我在业内也很多年了，说话当然要负责，但就不能对某位基金经理的能力表示看法吗？如果认为我错了，要说出理由来。

我回答了大可，但发现问题没这么简单，大可仍是言辞激烈，再次表示在我的私人博客上可以讨论这个问题，但绝不能发表在 *Value* 杂志上，否则就是我对“自己不尊重”。

我渐渐明白了，大可及赞同者认为我没有用一个价值投资者的立场看待与处理问题，在他们看来，市场早已疯狂，价值投资者寸步难行，像我批评的那位基金经理在3 000点空仓是正确的。

其实，大可等人先是武断地推论我是通过这位基金经理的空仓行为来判断他的能力的。殊不知，我才不会这么武断哩，人无完人嘛，人都会失误的，我不会抓住人家的一次失误来说事，我是通过业内评论与自己的多年观察才得出的结论。有些阅历的人都知道，判断一个人的工作能力不是件困难的事，困难的是他的操守与品性如何，而我只是涉及前者。

于是，事情演变成了我认同非理性市场的局面了。被人这样误解，我并不很在意。但我觉得有一个现象值得回应，那就是大可等人以价值投资者自居，一脸众人皆醉我独醒的样子，让人哭笑不得。凭什么你对市场的判断就是正确的？凭什么一个基金经理自称是价值投资者，就可以认为他的做法是对的？

我至少从 1996 年起就倡导价值投资，这有白纸黑字在。但我现在越来越觉得“价值投资”已成为一种小圈子的自我标榜，弥漫着一股崇拜与自我崇拜的气息，一说就是五年、十年甚至一百年乃至永恒，干吗呢？不愿接受人们的检验和批评，动辄说你是短视投机，不能用历史的眼光看问题。有时明明判断失误，却不肯承认错误，把责任往“价值投资”上推。实在不行，就搬出巴菲特的一句话来，引为圣经。

任何人讲话判断都有具体的假设和情境，如果把两者割裂开来是幼稚和错误的。我希望大家检讨一下思维方式，再读读巴菲特和芒格等人的文章，不要用我们直线的、僵硬的思维模式去硬套大师。我可以肯定地告诉大家，真正的价值投资大师的思维都是实用主义的和富有弹性的。注意，实用主义在中国不少人的眼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中名声不好,但这是歪曲。

在投资市场上,我们用不着急于证明自己多么正确,因为账户上的收益和盈亏会告诉你的。相反,我们要不断想方设法找出验证自己错误的方法来,行为心理学告诉我们,人很容易自我强化,越错误越坚持。

有趣的是,我发现大可等人在讨论中也验证了这个现象。我并不一定坚持要为自己的观点辩护,我喜欢希腊哲人苏格拉底,不预设立场,对各种假设提出讨论,包括所谓价值投资的原则和自己认为是真理的东西。大可却一次比一次"顽强",最终因为我坦承也有投资失误,便把我归入平庸的投资人一类,想以此来维护自己胜利的"尊严"。我当时不想点出的是,我又没有代客理财,能力不行很正常,而且一个人不会踢球,并不影响他判断一个足球运动员的能力与水平。

价值投资是手段,不是目的,如果颠倒了次序,便会产生可笑的结论。如有人发表议论,某私募基金在3 000点空仓,是执行价值投资的结果,让人佩服,所谓"虽败犹荣"。可笑也就罢了,可悲的是,如果是你自己的钱,要怎么做都可以,但你是代客理财,你不能为了一己的"理想"而损害别人的利益。投资者是为了赚钱才把钱委托给你的啊。再举个例子,某人号称要造福人类,开了一家企业,结果彻底失败,股东仍会感动不已吗?要做慈善,可以捐款嘛。

价值投资何以长盛不衰?不是它的概念吸引人,而是以巴菲特为首的价值投资者获得了金钱上的成功。如果都像我们这些成天"舍生取义"之辈,价值投资早在美国消失了。如果我们这么固执的话,中国的价值投资者也会越来越少,毕竟,没有多少人会单纯地从文化哲学的角度去欣赏格雷厄姆或巴菲特的著作与思想。

另外,优秀的投资市场成功者未必是价值投资者,最多是广义的价值投资者而已。相反,即便你彻底执行了正确的价值投资方法,也未必会成为一个优秀的投资者。

而且我经常看到包括价值投资者在内的中国投资人讨论问题时,凭空发挥得多,有些事情早在国外成为常识或实践过。以价值投资的外国经典介绍来看,我们有几个人细看过格雷厄姆的《证券分析》(包括我)?这也正常,格雷厄姆举的很多例子已时过境迁,过于乏味,而且版本众多,到底是后人修订的第五版好,还是他自己参与的第三版好,没有定论。《聪明的投资人》只有台湾地区翻译的版本尚可。还有就是巴菲特的年报讲话节选,这两年 *Value* 杂志做了一些基础编译工作,尤其是介绍了一些其他价值投资者的所作所为,但还是不够。

我们详细地介绍过由格雷厄姆曾教书的哥伦比亚大学商学院的老师所写的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net





本杰明·格雷厄姆　　沃伦·巴菲特

本杰明·格雷厄姆　　沃伦·巴菲特

（图片来源：百度图片）

《价值投资》，对从格雷厄姆到巴菲特及其他价值投资实践者的经验做了总结。第一、二部分主要是理论基础与估值方法，新东西不少，如我们过去一般用现金流折现模型来估算内在价值，可其中的问题不少，如各自的假设稍有不同，便会失之毫厘，谬之千里，在这本书中，用资产、盈利能力和营利性成长三要素评估（其中资产价值的评估最简单最扎实，营利性增长的评估则最复杂最不可靠）。书中的第三部分是包括巴菲特在内的价值投资者是如何实践的，也很精彩。

最后我要说的是，即便我们学习再多的价值经典，掌握了再多的价值投资方法，面对今天中国乃至全球的资产市场大势，都需如履薄冰。不要以为自己掌握了定海神针，便能安然地成功地度过今后的风高浪急。在 20 世纪 90 年代，世界最大的两只宏观对冲基金是索罗斯的量子基金与罗伯森的老虎基金，他们也被美国科网大泡沫搞得手足无措。索罗斯在泡沫后期杀入高科技股，最终损兵折将，宣布把他的量子基金改成低风险的量子保本基金。信奉价值投资的罗伯森坚守他的哲学，在 1999～2000 年间亏损加大，最后投资人不断赎回，资产规模由 250 亿美元缩水为 60 亿美元，在泡沫崩溃前夜，罗伯森不得不关闭了老虎基金。我们可以说罗伯森很悲壮，但也要认识到，价值投资真的不简单啊。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

七成而退?

2008 年 1 月下旬,我的一位老朋友(称之为 Z 吧)卖光了所有的股票,休息去了。Z 在 2005 年大熊市的底部买了几只股票,一直拿住,经过两年半后,在 2007 年 11 月初,市值达到最大。Z 告诉我,那时他已觉得升值得过分了,想清仓,却仍想一搏,利用巨大的投机力量再下一城。所以,当市场开始调整时,Z 不以为然,反而觉得有利于蓄势冲高,但随着时间的推移,尤其是紧缩政策日趋严厉和外围股市恶化,事情不妙了。

2007 年年底没法脱身,对于 2008 年,Z 可不那么乐观。2006 年人们是看多做多,2007 年人们是看空做多(表面上十分谨慎小心,实际行动却信心十足),而 2008 年人们是看多做空(表面上信心十足,真正行动却是见好就收)。这就如一帮人走夜路,见坟场星星点点,鬼火处处,大家只能齐声高喊不怕鬼,真的谁叫一声鬼来了,大家一定吓得趴下了。

Z 觉得 2006 年和 2007 年中国股市如此高收益,上证指数从1 000点涨到5 000点甚至6 000点,已是奇迹,2008 年 1 月初,股市稍有反弹后迅速下跌,Z 的市值从 2007 年 11 月的最高点下跌了三成,他不顾一切地抛掉股票,离开了市场。

Z 告诉我,他在两年内赚了 8~10 倍的钱(当然是指算术意义上的倍数),现在重要的是保住成果。在 11 月份的时候,Z 已设计了"逃生路线图",也就是如果市值损失了 30%,一定清仓。因为一旦超出这个比例,Z 认为自己极有可能彻底"麻木",等到再损失个 20%,也就是最后市值损失过半,就很不好玩了。

"我已不能抱侥幸心理了,我最担心自己哪儿出了错却不自知,只能用极端的斩仓来自救。"Z 说,即使股市又大升,回到 11 月的最大市值,他也不后悔,毕竟这几年的收益已知足了,不必锦上添花。

让 Z 最终决定的还有一个重要的理由,那就是一年过后,现在抛得再低的价位,届时也应该是高的。Z 不在意一时之得失,因为现在一定是高估值的。

Z 在中国股市里已有 18 年,前 10 年他自己不炒股,在证券机构工作,拿着一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

份不错的薪水,心满意足。Z看到过许多股民赚了大把银子又输回去的事例。1993年左右的"认购证",让老投资者财富大增,可接着的1994年和1995年,市场不好,加上透支(也就是融资炒股)盛行,他们大多被消灭了。1996年股市大涨,1997年不错,1998年又乱了,直至1999年"5·19"行情,人们才乐不可支。2000年尚可,从2001年年中到2005年年中则是一场大熊市,证券公司的大户们可能有一半甚至2/3被打发走了,剩下的大多损失不少。Z问:"凭什么我这么运气,能在2008年和2009年不被击败?"

Z不想高估自己的能力,他对巴菲特的两个思想很感兴趣,一个是巴菲特说只愿意跨越极低的栏杆,"我开始以为是巴菲特谦虚,后来觉得他不是这个意思"。


肯尼斯·费雪
(图片来源:百度图片)

Z认为,我们往往由于低估了股市的复杂性,因而高估了自己的能力。比如,一说2008年股市向好的理由,就是中国经济继续不错,问题是2001~2005年,中国经济也不错啊,为什么股市不涨反跌呢?又比如,说到某只股票不错,就是它的基本面没变坏,可是不管2005年如何低估,不少股票的基本面真的出现了10倍的增长?

至于估值,更是件困难之至的事。高市盈率未必不好,低市盈率也未必好,PEG的用处多大,都是问题。Z说他没这个本事对2008年的股票估值,难度太大了,但对2005年和2006年的公司价值却有一定的信心:"尤其是2005年,我们认为像万科与招行今后每年的股价至少有30%的成长,这基本上是确定的。"大概这就是巴菲特只愿意跨过极低的栏杆的意思吧。

Z对肯尼斯·费雪的《如何在股市中逃顶》很感兴趣。Z向作者学习,至少离开股市一年半,平时主要是认购新股,2008年能有8%的收益也不错(当然能像2007年的15%更好)。

这与Z喜欢巴菲特的第二个思想的理由很相似。巴菲特认为,如果我们一生只允许作20个理财决策,那一定会做得很好,因为强迫你深思熟虑嘛。

Z决定2009年年中才考虑进入股市,虽然届时买不买股票还要研究。在此之前,Z认定股市不管如何折腾,都与他无关。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

“这是我们个人投资者的幸运处,可以‘歇业’一大段日子”,Z说。

而那些资产管理者由于有信托责任,必须继续面对不确定奋力拼搏,祝他们好运。

说来潇洒,真正放弃日思夜想的股票,Z还是挺痛苦的。这与金钱无关,这几年不管股票大涨还是大跌,Z都要陷入长长的思考,久而久之,Z与股票已有了深深的情感,现在要放弃它们至少一年半,情何以堪。

Z有个朋友,也挺有投资能力,他在2007年12月的一天抛完了股票,把电脑里的自选股全部删去,想彻底了断,但他失眠了,又被股价的上涨催逼,结果在两天后又把股票全部买了回来(相同的股票,相同的数量)。

我很能理解这位朋友,不投入何以收获?当股票成了你的老朋友或情人,有一天你却主动抛弃它们,难度可能不亚于戒烟吧。

更困难的是,几乎没有谁能在“最高价”(相对)抛掉股票。明天它涨了,后天又涨了,再后天还涨,这简直是对离场者最大的羞辱。它每天提醒你,你错了,快浪子回头吧,我会原谅你的。

好在不管是这位朋友还是Z,都有自己的一份事业,他们不妨把本职工作做好,等待另一个大机会来临,尽管这个机会的来临也许是一年半甚至更久。

我祝愿他们成功,也祝愿在股市中搏击的朋友幸运。这看似矛盾,不过,作为*Value*杂志的主编,也可理解。我希望Z及离场的朋友将*Value*杂志作为纸上谈兵的阵地继续操练,这样胜利归来(如果可能的话)仍能保持状态。而对Z的行为不以为然,仍想努力战胜市场的人,也继续读*Value*杂志吧,作为清醒剂也未尝不可。

也许有读者会问我:“主编先生,你一向直言不讳,此时却两面‘讨好’,为什么?”

其实到了这个地步,大家要考虑各自跨栏的能力了。那些不愿像Z那样做的人,不妨读读有一期的封面故事《股市再平衡》,作者是大名鼎鼎的耶鲁基金经理大卫·史云生,说得很系统很理性。

再次祝愿投资者心想事成——尽管,“心想事成”在股市中极有可能是个巨大的陷阱,“事与愿违”倒是股市中经常发生的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

什么成长速度才合适

很多年前，中国股市兴起成长股热，我们经常采访一些当时的优秀成长股公司。当公司的老总说是每年利润增长 30%，我们会很失望；他们回答是 50%，我们点点头，算是尚可吧；只有他们推出 100%的预期，我们才兴奋些。

接着 2001 年的熊市来了，这些信心满满的承诺当然报废，有的还被发现业绩造假。自己觉悟后，真是很傻很天真啊。我一直想问那些老总，当年你们是不是在偷着乐哩。

上市公司的利润增长率到底怎样算正常？从 1957～2003 年，美国标准普尔 500 指数前五位年收益表现最佳的“幸存者”的平均每股年利润增长率，分别是 14.75%（菲利普·莫里斯公司）、12.38%（雅培实验室）、11.59%（百时美施贵宝公司）、10.44%（小脚趾圈公司）和 12.16%（辉瑞公司）。排名第六名的可口可乐才 11.22%。标准普尔 500 前 20 家最佳“幸存者”在这 46 年间，每股利润增长率的平均值为 9.70%，整个指数的平均值则是 6.08%。

于是我心中有谱了，哪怕一家中国好公司，只要它成长到一定的规模，在今后 30 年里，每年能达到平均利润率增长 15%就是奇迹了。

2006 年，中国大牛市来了，上市公司利润也开始疯涨，到了 2007 年前三季度，包括金融股在内的公司业绩同比增长 67.5%，剔除盈利极好的金融公司，增长高达 57.6%。

到了这个地步，我心中的锚起作用了。随着美国次贷危机引爆全球金融动荡，我知道中国的经济景气度迟早会下降，整体公司利润下滑不可避免，及至政府加速调控，知道大事不妙，赶紧在 2008 年 1 月彻底抛空了股票。

2008 年年初，大部分机构预测，今年上市公司的净利润仍能增长 30%左右。我当时就不信，因为他们的预测基础无非是将去年的数字打个五折或四折而已。半年过去了，一些机构已改口上市公司全年净利润增长 15%左右了。

那么明后年呢？乐观的估计是几乎不增长，悲观的想法可能是负增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我知道许多人一定不相信，因为他们的心里没定标准——也就是行为经济学所说的“锚”与我不一样。

关于“锚”的解释很简单，同样一盆温水，你的手若刚在热水中浸泡过，会认为它较冷，而刚在冷水里泡过，会觉得它热些。你在高速公路开车时速 120 公里/小时，下了道口，开 100 公里/小时，也觉得慢；你刚堵完车，开上高架，80 公里/小时，却感觉飞快。

回到股市。我身边不少朋友，在 2007 年上证指数上涨不到3 000点，就惊慌不安，上了3 000点，早就清仓啦。可 2008 年股指从6 000多点跌回3 500点，他们毫不惧怕，高喊已进入估值合理区域了，应该战略性建仓啦。我直言相告，2007 年形势一片大好，你们谨小慎微，今年凄凄惨惨，你们却勇猛精进。就因为股指跌多了？若 2007 年政府银根再放松点，股指上涨到8 000点乃至10 000点，你们认为5 000点以上也是合理的？

最后就是中国宏观经济。在这方面，我是外行，但仍可以利用常识判断基本是非。2007 年，中国的 GDP 增长率是 11.9%，大家知道是很高，但高到什么程度？不少专家觉得 GDP 若在 10%以下就出了问题，明后年真到 8%，天就塌下来了。我觉得这么大的经济体今后以 8%的增长速度上升，并不慢啊，至少不会引发大萧条吧（如果一直“大跃进”，倒有可能）。

我手上有本英国安格斯·麦迪森的名著《中国经济的长期表现：公元 960—2030 年》，他应用标准的 OECD 核算技巧估计 1978～2003 年的中国 GDP 年增长率是 7.9%，慢于中国官方的数据 9.6%。但这不是重点，麦迪森采用购买力平价进行货币转换（而非市场汇率的方法），指出中国 2003 年的 GDP 水平相当于美国的 74%或日本的 2 倍以上。从 2003 年起，中国 GDP 只要以 4.98%的速度增长，在 2015 年就会超过美国成为世界上最大的经济体，到 2030 年经济总量相当于世界 GDP 的 1/4，人均收入相当于西欧在 1990 年的水平。麦迪森估计 2003～2030 年，全世界 GDP 年平均增长率是 3.23%，与 1990～2003 年的 3.21%差不多，美国是 2.56%，比中国快的只有印度，是 5.68%，但到 2030 年，印度的 GDP 也只占世界的 10.4%，如果按国家统计局的“高估”预测，中国的 GDP 年增长速度也就在 6%左右吧。

一些人可能很难理解 GDP 经济增长率每年相差个 2%意味着什么。我们退到 200 年前的 1820 年，当时的中国、印度与欧洲分别占世界 GDP 的 32.9%、16.0%和 26.6%，而美国只占 1.8%。但 130 年后的 1952 年，美国占 27.5%，只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

比 29.3%的欧洲少些，为什么？这 130 年间，美国的 GDP 平均增长率是 3.76%，比全世界的平均速度 1.64%“只”多了 2 个百分点，中国的 GDP 增长速度是 0.22%，占世界 GDP 的百分比便从 32.9%暴跌至 5.2%。

我们对几何级增长缺乏直观感，更不能内化为一种判断的能力，可能与人类在漫长的进化过程中不需要该能力有关。在远古，周围的老虎在几十年中一般不会从1 000只暴增至 10 万只，人们也就没必要预测与研究，但这种能力在今天的经济管理与投资中确实重要。巴菲特一直说自己管理资产有天赋，其中的一份天才就是可以“透视”什么速度是正常的，什么速度是不正常的。比如，1999 年巴菲特就在美国《财富》杂志上著文，认为 1982～1999 年的美国 17 年大牛市不会在今后的 17 年内重演，并以前面的 17 年（1965～1981 年）的道琼斯指数在1 000点原地踏步为例，论证这个预见。当时美国的投资人士正沐浴在泡沫中，展望未来 10 年道指 3 万点哩。10 年快过去了，道指竟然真的就是在 1 万点左右徘徊，这时我们才发现有些事情是避免不了的，不管有人认为这是多么的不应该不正确。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

自以为是，要比无知更危险

上证指数从 6 000 多点下来，有不少人仍重仓持有，直至 3 000 点以下，市值至少损失一半。从表面看，所谓“成亦萧何，败亦萧何”，他们在 2006 年与 2007 年的大牛市中，就是靠捂股不放赚了大钱，但其实背后蕴含了很值得探讨的思维模式与风险意识。

要在上证指数 3 000 点以上继续坚持买入持有的人大致有两类：一类是有经验的趋势投机者，他们认为只要大趋势向上，就不怕回调，坚决拿住，这在名著《股票作手回忆录》中有充分的披露；另一类是所谓的“价值投资者”，我之所以打引号，是因为真正的价值投资者不会以如此高价去买股票，也不可能在价值如此高估时不抛，而这些人更像是成长股理论的信奉者，他们相信企业的业绩会不断高速成长，股价也会随之高涨，不必理会市场大势的上下波动。

对于趋势投机者来说，只要他们看出趋势逆转，一定会杀跌出局，所以当市场大跌后，从5 000点至3 800点都是卖点，市值损失三成已是极限。真正的死多头是第二类的“价值投资者”，他们自以为找到了且能运用的投资真理，结果却损失惨重。

我的一位朋友最近将人们对风险的认识分成三个层次。第一个层次是对风险一无所知，糊里糊涂地投入股市，糊里糊涂地赚钱，糊里糊涂地赔钱。这种人在股市中最多，但一般钱财投入不多，而且也会在股市暴跌中被震出局，损失不会十分巨大。当然，他们若永远蒙昧下去，钱也会越赔越多。

第二个层次是对风险一知半解，这类人往往是从前一层次演化而来，在市场中日子久了，毕竟吃了不少苦头，也慢慢琢磨出个子丑寅卯，总结了一套防范风险与盈利的模式。他们不外乎是技术分析、价值投资、成长投资等某一系统的信奉者，并在一段时间内颇为成功，于是沾沾自喜，以为找到了打开财富大门的金钥匙。一旦市场形势骤变，处于第二层次的人往往比对风险一无所知的人损失严重，原因是他们有恃无恐，以为自己的方法能抵抗所有的风浪，暂时的损失并不可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

怕，最终一定能赢回来。

关于第二层次的风险认知，我是有教训的。1996 年，我和一位朋友较早地提到了价值(成长)投资，这位朋友在四川长虹等股票上赚了不少钱，而我则在《上海证券报》搞"中国上市公司行"，名震一时。但后来"四川长虹"一蹶不振，成长股"郑百文"还闹出了丑闻，对我们的冲击颇大。几年后的反思是，我们选择推崇这些股票，未必符合价值加成长的金科玉律，而是市场紧接着流行类似的理念，大家都买这类股票，互相抬举，价格越买越高而已。

及至 2005 年年底，我又在 *Value* 杂志上推荐了招行与万科，从当时看，它们的股价确实便宜，今后每年上涨个 30%是有可能的。后来这两只股票却涨了许多倍，原因是在人民币升值的预期下，地产与金融板块成为股市的生力军，招行与万科则是龙头中的龙头，股价被众机构一次又一次推了上去，而在 2008 年又重蹈了十年前"四川长虹"的覆辙。不过，我这次没有在媒体上发表对"成长绩优股"的留恋之情。

第三层次是以为对风险无所不知或接近无所不知。第二层次的人一般不是被市场打败，就是学乖了，谨慎投资，也许没有多少盈利，却不会亏到哪儿去。不过，第二层次中总有幸运者，他们或许买"对"了一两只股票，或许损失惨重却挺了过来，或许没有遇到致命的风险，总之，他们在多年的股市生存战中脱颖而出。这种人固执地相信自己是因为掌握了投资真谛，而不是运气。

他们成为股市中的"狂人"，到处宣扬自己的投资信念或哲学是多么得坚不可摧，就像 2006 年被吹嘘成"股神"的林园，如果他所说的为真(这仍是值得怀疑的)，就是这类"狂人"的代表。由于他们的市场经验和自以为是的宣讲，赢得大量第一层次和第二层次的信众，从资金管理市场角度而言，是很有营销价值的。因为对风险一知半解的第二层次的那类人没有"狂人"那么执着与自负，往往打动不了急需赚大钱的听众。

第三层次中不乏所谓的价值投资者，2007 年 10 月左右，也就是沪深股市将达最高点之时，价值投资"狂人"的疯狂也达到了顶点。在此之前，全球价值投资者崇拜的"圣人"巴菲特在香港市场出清了全部的中石油，在中国人的家门口演示了一场经典的价值投资。这让中国的价值投资"大师"无法自圆其说，他们的口号是"买入好(伟大)的公司然后持有"，中石油算得上中国的好(伟大)公司吧，H 股价格也比 A 股便宜太多，为什么巴菲特就清仓了呢？他们先是解释这与政治因素有关，巴菲特明确否认后，他们终于怀疑导师巴菲特不理解中国了。在此影响

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

下，一向以谨慎著称的中央电视台《经济半小时》在专访巴菲特后，也借主持人之口对巴菲特发出了疑问。

虽然事隔一年不到，联想起当时的气氛着实怪诞夸张，一位写了两本巴菲特介绍书籍的研究者竟向另一位用巴菲特来营销的私募基金经理献诗，这首诗又被后者的博客公开了。价值投资者经常用龟兔赛跑中的乌龟自喻，来形容自己是多么耐心与坚持，献诗者认为被歌颂者的几年业绩已远远超过巴菲特，所以称之为“会飞的乌龟”。我原本与两位先生的关系都不错，却终于忍无可忍，发表文章表示我们宁愿做有弱点却神经正常的兔子，也不做怪诞的会飞的乌龟，从而引发了和他们更大的争论与不和。

旧事重提，我知道有人又会评论这是不“厚道”之举，他们以为只要闭上眼睛，或喝杯“忘情水”，就能把我们刚在大牛市中上演的愚行都通通忘记。遗憾的是，这只会在股市中诞生更多的自以为是的“狂人”，上演更多更大的闹剧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

成功来自认错

2007年年末，随着通货膨胀的预期加剧，社会上流传着一句顺口溜："你可以跑不过刘翔，但要跑过CPI。"刘翔是飞人，普通人谁跑得过他？假设CPI是8%左右，存银行是没法战胜的，不过，投资房产尤其是股市应该没问题，2007年股指涨了一倍以上，区区的8%算什么？于是，大家奋勇向前，直冲资本市场。

不幸的是，2008年8月末，我们竟然发现似乎极为肯定的"事实"逆转了。刘翔因伤退赛，到了不能跑的地步，理论上说，只要腿脚健康的人都能跑过他。而对绝大多数的人而言，跑过CPI(8%)简直是痴人说梦，因为到目前为止，指数至少跌了50%，以此基准计算，要跑过CPI，至少超越大盘60%左右。

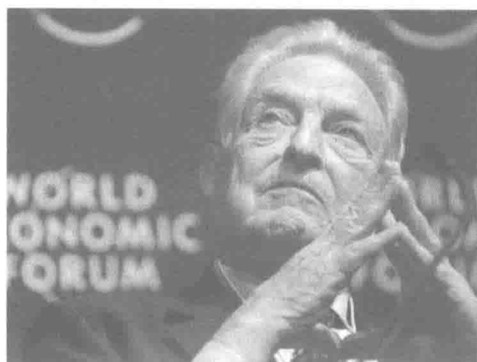
换句话说，一句很形象的大家都认同的顺口溜，一年不到，变成了"你可以跑过刘翔，但跑不过CPI"。

同样，美国的次贷金融风暴让当地的许多老手也输得一败涂地。橡树基金的比尔·尼格仁与雷格·梅森基金的比尔·米勒是大名鼎鼎的价值型投资经理，这次也是大败。胜败乃兵家之常事，无可厚非，问题出在他们对失败的反思。两位投资高手几乎异口同声地解释，过去的常识是大众的研判与行动总是错误的，我们反其道而行之，就能赢，但这次突然逆转，大众竟然是对的。我解释得明白点，就是过往是"大众恐惧你贪婪"，这次却是"大众恐惧你要恐惧"，比如坚决抛弃金融股；过往是"大众贪婪你要恐惧"，这次却是"大众贪婪你也要贪婪"，比如应持有能源股。比尔·尼格仁与比尔·米勒都是重仓金融股，而比尔·米勒在能源股的行业配置为零。

我对两位投资高手的能力仍表示尊敬，可对他们的托词感到遗憾。如果他们所说的"逆向投资"如此简单的话，我们没必要将财富委托他们管理，找阿凡提的驴子就可以，"你向东来我向西"嘛。

倒是索罗斯在前些日子不慌不忙地推出新著 *The New Paradigm for Financial Markets*，老调重弹他的"易错性""反射性"，解释力仍是很强。这几年，索

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



索罗斯
（图片来源：网络）

罗斯一般不直接管理他的对冲基金，可业绩还是名列前茅，大钱由他赚，信心也足。

我追踪索罗斯十多年，慢慢悟出他确实道出金融市场投资人的困境，却难以用文字说个明白，有点类似于元代大家倪云林的“一说便俗”。索罗斯认为我们要完全把握市场的真实是不可能的，原因是除了现实本身所谓客观化的“认知”功能，还有人赋予现实的“操纵”功能，两个功能来回作用，事情岂不复杂。略带片面地说，在职场上是“屁股指挥脑袋”，在股市中则是“仓位决定观点”。我与朋友讨论股市，首先就要了解他的仓位，如果他坚定地重仓持有，至少今天他对股市是乐观的，他会举出各种道理来强化它。如果对方已持续保持乐观观点一阵子，而我的观点是相反的，那最好的办法是倾听。当然也不可能深入讨论，因为谁也说服不了谁，变成了各自表述。

那两个人观点相似又如何？大家谈得会比较投机。可如果两人在市场上待久了，谈着谈着，会慢慢警惕起来，相互提醒是不是别人看到了我们没看到的东西？不过，最终又回到了“臭味相投”的局面。

这种自我强化或相互强化，都不利于我们在市场上长期生存和发展。而类似的困境几乎让所有的老练的投资者感到惶恐。一个学术权威，他可以把谬误的理论维持一辈子，等他死后才由后辈推翻。但金融市场如战场，一个要人命，一个谋人财，你若自以为是，不尊重“事实”，就会被消灭(生命或财富)。

索罗斯认为，启蒙时代的人坚持的是现实的“认知功能”，而后现代主义(当代)偏执于现实的“操纵功能”，长于主观。举个现实市场的例子吧，自从 2008 年年初中国股市大跌以来，新华社发了多次唱多的评论(我记不清具体数字了)，具体内容有心人已在网络上做了汇编，大家可以分析比较。我个人觉得，这些“权威”评论犯了所谓的“操纵功能”的片面性，太强调只要大家有了乐观的预期，股市就会好起来，而且一定好。

乐观、积极、步调一致，非常适合社会工程(包括奥运会的团体表演)，却不适合市场尤其是股市。

索罗斯在 2008 年 7 月底接受中国台湾的商业媒体采访时，说了几段极具启

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

发的话语:

要面对现实,体认错误是其中最重要、也是最困难的一步。多数人以为,认错是羞耻的来源,但实际上,只要能体认"不完美的理解"(imperfect understanding)是人类的常态,就不会觉得认错有什么好丢脸的。

认错的好处是可以刺激并增进批判力,让你进一步重新检视决定,然后修正错误。我以承认错误为荣,甚至我骄傲的根源来自认错。

我有认错的勇气。当我一觉得犯错,马上改正,这对我的事业十分有帮助。我的成功,不是来自猜测正确,而是来自于承认错误。

比尔·米勒也提到他与巴菲特在今年二季度有次聚会,大家都强调自己是乐观主义者,巴菲特却说自己是一个"现实主义者"。

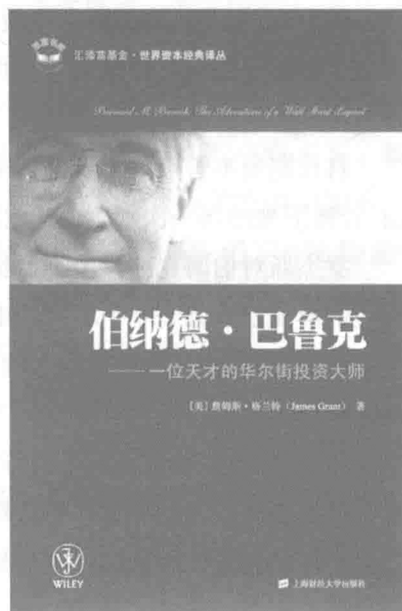
大师毕竟是大师。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当股市遇见政治

20 世纪 20 年代的一天，美国大投机家巴鲁克带着好友英国政治家丘吉尔走进纽约的证券交易场所。丘吉尔被场内气氛所感染，忙让巴鲁克为他开个户头，当场操作。丘吉尔买的第一只股票下跌了，他立马斩仓，又买入一家英国公司的股票，他认为自己很熟悉该公司的基本面。没想到，这只股票又跌了，丘吉尔只得再次割肉。一阵折腾后，丘吉尔大败，觉得很没面子。

这时，巴鲁克走了过来，递给老友一个账户，上面也写着丘吉尔的名字。原来，巴鲁克同时又为丘吉尔开了个账户，并命令手下与丘吉尔对着干，即丘吉尔买进多少，手下就卖出多少；丘吉尔卖出多少，手下就买进多少。巴鲁克的"对冲"终于让丘吉尔挽回了面子。



《伯纳德·巴鲁克
——一位天才的华尔街投资大师》

我很早就读过这段故事，当初也没仔细想什么。2007 年我重读后，琢磨了良久，结合 2008 年华尔街乃至全球的金融风波，有些感觉了。

丘吉尔算是 20 世纪最杰出的政治家之一了，否则他也没能耐在第二次世界大战中让英伦三岛免遭纳粹侵犯。但政治与金融毕竟是两个截然不同的领域，让政治家来摆平金融市场，恐怕是勉为其难。反之亦然，精明过人的巴鲁克后来也从政，尽管也有不错的业绩，终究在官场也不是很如意。

投资家对政客的面目和能力是很清楚的，罗杰斯早在 2005 年接受同行史蒂芬·卓布尼采访时，就痛斥央行人员几乎每次都是错的，别忘了他们是官僚，如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可以找到真正的工作,他们就不会在公家机关做事。看看格林斯潘,他就是官僚,他做的决定没有成功过,这是他一直从事公职的原因,看看他的职场生涯、央行的生涯,简直是一团糟。

“格林斯潘一再对日本放话:‘你们为何不整顿一下你们的体系?为什么不让公司破产?为什么不停止支持这些银行?’但是他自己还不是在做同样的事情。他把利率降到1%解救大家,也协助他的长期资本管理公司朋友脱困。历史上有很多例子显示,想用政府的力量解决问题,反倒会让问题更加恶化。你必须断尾求生,否则整体都会受到牵累。”

我当时认为罗杰斯有些偏激,现在觉得他非常正确。

罗杰斯在2008年8月19日接受《资本晨讯》采访时,又指出现任美联储主席伯南克的最佳策略就是解散美联储,然后辞职。

伯南克“把美联储的资产负债表当作了垃圾桶,4 000亿的问题资产作为抵押品进了美联储的资产负债表”。“但是,如果我们不在此时承受这种动荡,不得不在未来经历更加严重的动荡。”

自长期资本管理公司事件以来,美联储一直在援助每一个人,这只会火上浇油,让接下来的每一次动荡都比它的“前辈”来得更严重。

罗杰斯对伯南克的抨击不留情面,罗杰斯认为伯南克拥有经济学博士学位,但经济学被划分成200个不同的小学科,他学的只是货币发行,也就是说,伯南克的知识面非常狭窄,他的职业生涯仅涉及印钱和研究大萧条,所以他只会印更多的钱来拯救危机。

当然,罗杰斯还是承认美国历史上有两位真正的央行行长沃尔克与麦克切斯尼·马丁。后者说过一句有名且切中要害的话,作为一名好的央行行长,他的职责就是在晚会进入高潮时将酒杯端走,“现在的美联储却在晚会渐渐失控的时候又端来了更多的私酿威士忌”。

罗杰斯预言,美国历史上已经有过两次央行倒闭的历史,“我认为美联储也会消失”。

对此,我也颇为赞同。

巴菲特的为人处世要比罗杰斯圆滑得多,他爸爸是政客,他也懂得政治。但在电视台记者的追问下,他也承认自己的公司不会雇用美联储的官员。真是可悲呀。

2008年8月22日巴菲特接受了CNBC的采访,大家的注意力都集中在他到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

底想买哪一家中国公司的股票上。其实他将“主权基金”等同于“无知资金”，颇有见地地解释道：

我的意思是说，如果你在这个国家内获得了一项很不错的交易，你就不必去北京或者中东地区去找人给这项交易提供资金。就像当得克萨斯州的石油勘探者说“我们在得克萨斯州有一项很好的交易要提供给你”时，我总是会想，得克萨斯州内到处都是石油投资者，你知道的，为何他们不去找这些人呢？

我认为他们正在买入别人卖给他们的东西。在证券行业中，你不应购买别人卖给你的股票，应该基于你的分析，找到最便宜的股票之后才买入。当有人在电话跟你说，你知道的，买吧，它价值 20 亿美元呐，这是全球最好的股票了，事实上这并不是全球最好的股票。全世界可以买入的最好的股票是你自己挖掘出来的、别人没有提及的股票。别人不会无缘无故地将股票卖给你。通常情况下，他们会获得佣金或者其他各种各样的费用。

中国平安 2008 年年初想去抄海外金融股的底，竟计划融资1 600亿左右。我当时颇为激愤，写了文章痛斥之，有朋友来电话说我太偏激。如果当时中国平安顺利融资“抄底”，今天不破产，也到了破产的边缘吧。中国平安犯了什么错误？我看就是巴菲特所说的买华尔街人要卖的东西。中国平安向来以国际化管理团队傲视群雄，现在看来也就是华尔街销售员的水平。

我的一位朋友在博客上的评论更为精彩：

就像现在的中投公司，被一帮华尔街的销售人员围着转，吹捧一下，就真的以为自己是投资管理大师，洋洋得意地去“抄底”了。殊不知华尔街的水这么深，哪容得你这个外来的人来玩？人家是在把你当冤大头，不斩你斩谁？就像当年冲进去的日本人，也是同样的命运。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

融资融券的得与失

2008 年国庆节长假结束的前一天，我开车途径沪杭高速公路嘉兴休息站，听到几个人在讲笑话，说 2008 年最刻薄的话是："请你吃'三鹿'。"

我当即反应，如果股票融资在一年前推出，上证指数从6 000多点跌至2 000点，这句话会不会变成："让你股票融资?"

说说笑话啦，别当真。

2008 年 10 月 5 日，证监会终于宣布启动融资融券试点。第二天，中国股市开盘照样大跌，可能是利好出尽是利空吧。海外的媒体对此的反应是奇怪，因为其他金融市场纷纷在限制卖空，为何中国此时推出融券。殊不知，包括股指期货在内的做空工具的推出，中国金融当局都有一个未经实践检验的大道理，就是能改变市场单边行情，减少股价过度波动。没有融券，仅仅单边的融资手段，说不过去。

平心而论，能够合适地应用融资或资金杠杆，对职业投资者是好事。在业内很流行的一本名为《戴维斯王朝》的书中，就揭示了老一辈的美国职业投资家是如何利用股票融资成就一番大业的。

股票融资的诀窍在于股价较低或被低估时放大杠杆，股价较高或被高估时降低杠杆。但说来容易做来难，大多数人随市场极度恐惧而极度恐惧，随市场极度贪婪而极度贪婪，不仅不能见好就收，而且把杠杆方向给做反了，即股价低估缩小杠杆，高估却放大杠杆。其实，在没有股票融资的情况下，去年不少人也在上证指数上涨至4 000点后不断从银行里搬钱加重仓位，是另一种放大杠杆的错误行为。

想股票融资，你就必须要有杀跌的风险控制能力，因为一旦股价暴跌，它就会放大亏损。作为一个中长线的投资者，我一般不会尝试股票融资的。股价往下调整个 20%乃至 30%是正常的事情，没有杠杆，我睡得着觉，有了杠杆，我恐怕要急忙杀跌，这就被喜怒无常的"市场先生"控制了。

20 世纪 90 年代初，中国股市就有股票融资，那时叫"透支"或"信用交易"，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

属于灰色地带,后来被明令禁止。当年透支盛行,市场一旦进入熊市,就会有大户被消灭。现在很少听到被"消灭"的字眼,随着融资的出现,媒体相关的报道就会出现。当然,当时也有人靠着融资发了大财,今后也一样。

要说杠杆融资,投资房地产也是,但房价没有股价波动得这么厉害。没有涨停板限制,股市中一天的涨跌幅就可能等于房市一年的波动。所以,眼明手快,敢于追涨杀跌的人才能从事股票融资。

比起股票融资,融券或卖空更是一种专业的投机行为。所谓专业,并不仅仅指卖空技术,也是指对卖空对象的把握。看出一家公司有致命的弱点或股价高估是一回事,在什么时候卖空它,又是一回事。2007 年当上证指数突破3 000点后,我就写过一篇评论《已经疯狂,但刚开始》,也就是说,股价开始高估,可高估到什么时候,谁也说不清。上证指数最后是在6 000多点下跌了,然而,若不是美国次贷危机大爆发以及中国政府宏观调控最后出手"凶狠",我看也许会到7 000点乃至8 000点。至少,我们从3 000点至6 000点之间做空都是错的,尽管股价早已高估。

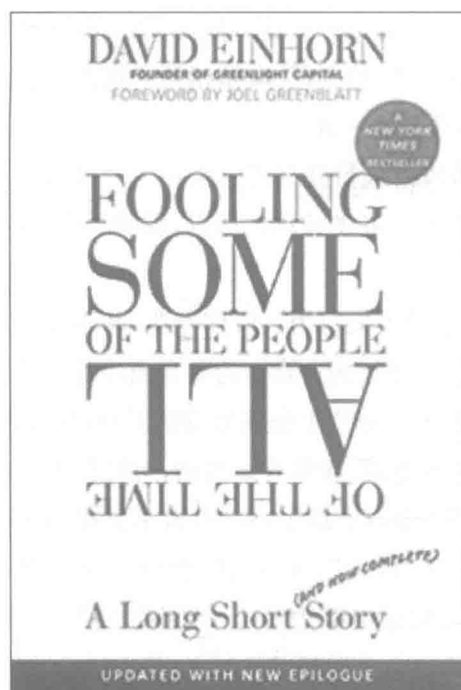
做空某家公司不亚于做空整个市场,甚至更难。君不见三鹿奶粉危机早已发生,公司与地方政府仍采取一切办法进行危机公关,垂死挣扎。事发后,奶制品行业出现整体危机,各家问题厂商还不是能躲则躲。一度感动过不少人的企业家蒙牛的牛根生写了篇煽情的文章,悲情检讨,但他仍装着以前对三聚氰胺一无所知的样子。我的天哪,这可是他们行业的公开秘密啊,一如我们知道证券基金业内一定有老鼠仓和市场操纵那般稀松平常。

企业家和公司的生命力如此顽强,要做空它们可不容易。换句话说,对方是以命相搏,而做空者只不过想发点财而已,这是极不对称的努力。

近年来在华尔街相当成功的"价值型"对冲基金 Grennlight 创建人 David Einhorn,2007 年写了一本名为《一路骗到底》(*Fooling Some of the People All of the Time*)的书,里面叙述他做空一家公司 Allied Capital 的故事。Allied Capital 是一家为中小企业提供融资/风险投资的投资公司,其收入来源于红利/利息收入、转让差价收入,以及向被投资公司收取的管理/咨询费。该公司的投资收益很一般,但它通过一种典型的"金字塔融资"的运作方式,隐藏投资亏损,夸大利润,通过高额"股息"吸引投资人,然后不断发新股,拆东墙,补西墙,维持运作。

Einhorn 在 2002 年决定做空该公司,可直到 2007 年作者写书的时候,他在这家公司上根本就没赚到什么钱。为什么这么一家坏公司却可以混这么久呢?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



《一路骗到底》(英文版)

Allied Capital确实是问题成堆，但它是一家非常复杂的金融投资公司，它的违规、误导，涉及复杂的金融操纵，而不是简单地虚构数据。与此同时，这又不是一家很大的公司，总市值也就是几十亿美元。可想而知，监管机构对这种公司的监管动机就不是很强烈：调查的成本很高，因为很复杂；而可获得的收益很有限，谁会在意你去查处一家大多数人听都没听过的公司呢？而且，Allied Capital的总部设在美国政治中心华盛顿，公司的创始人出身FBI，公司的首席运营官来自美国证监会监察部，公司的很多董事、顾问都是国会、美国两党的重要人物，公司对主要的政治人物都捐献。这种公司若在中国，恐怕更没人做空它了。

不过，2007年以来的全球金融危机可是做空者百年一遇的天堂。前阵子高盛领导人在《华尔街日报》上为自己辩护，认为遇到金融海啸，谁也跑不了。未必吧。不少对冲基金经理的日子就不错，美国《阿尔法》杂志排出的2007年美国对冲基金行业前50名高收入经理人，第1名便是无名小卒约翰·保尔森，他在2005年年初就认为美国房产泡沫必破，决定做空次级抵押贷款支付的证券，2006年6月发了一只基金，2007年1月又发了一只基金，结果2007年年底，两只基金的净回报率分别为590%和353%。保尔森获得了37亿美元的总收入，是对冲基金经理人有史以来最高的个人年收入。著名的价值投资者，《安全边际》的作者塞思·卡拉曼位列第15名，年收入4.25亿美元，他的年净回报率接近52%，也主要来自通过信贷违约掉期(CPs)做空信贷市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

回到20世纪70年代?

2008年10月17日的《纽约时报》刊登了巴菲特的《购买美国,算我一个》,值得倾听。

巴菲特声称要用个人账户购买美国股票,“如果股价继续保持吸引力,我个人的除伯克希尔以外的净值将很快100%地转变为美国股票”。过去,巴菲特有90%的财产在伯克希尔公司的股票上,现在大多捐献了,这儿的“个人账户”是指他其余的10%左右的资产吧。

巴菲特的投资思想还是一以贯之。第一点是人弃我取,在恐慌的时候用打折的价格买好股票。“一个简单的法则指导着我的行为:当别人贪婪时,恐惧;当别人恐惧时,贪婪。非常肯定的是,恐惧现在正在到处传播,慑住了哪怕是经验丰富的投资人。需要明确的是,投资人的确应该对那些高杠杆的公司和在竞争中处于弱势的企业保持一份警惕,但是没有必要对这个国家中许多稳健公司的长期前景怀有恐惧。就像他们以往经历的那样,这些企业肯定会遭受盈利上的波动,但5年、10年或20年以后,绝大多数大型公司将创出新的盈利高峰。”

这就像伯克希尔公司刚刚通过优先股形式买入的高盛与通用电器,久经考验,属硕果仅存者。投资者也在中国寻找这类企业,但争议很大。中国的市场经济历史太短,大多属于成长型公司,兴亡可能皆匆匆吧。

第二点,巴菲特强调股市先于经济到达谷底。“让我澄清一点:我并不能预测股票市场的短期走向。我对股票市场在1个月或1年后会更高还是更低没有一丁点的想法。但是,很可能基本上会是这样,在人们的情绪或经济好转以前,股市已经走高了。因此,如果你痴等知更鸟的叫声,春天将会过去。”

在大萧条时期,道指在1932年7月8日创下了最低点——41点。经济环境持续恶化,直到富兰克林·罗斯福于1933年3月就任总统,但那时股市早已反弹了30%。再回想一下第二次世界大战的早期,即美国在欧洲和太平洋两线上诸事不利的时候,市场创出底部的时间是1942年4月,也是在同盟国的命运转变之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

前。同样的，在 20 世纪 80 年代初，购买股票的最佳时间就是在通胀肆虐和经济下滑的时候。

第三点，巴菲特认为未来的 10 年里，好公司的股权的收益一定好于现在。"今天那些手持现金等价物的人会感到很安心。他们不该如此，他们所选择的这个糟糕的长期资产，几乎没有任何的回报，其价值也注定会贬值。政府为减缓当前危机所实施的政策有可能会引发通胀，并导致现金的实际价值加速下滑。"

"在未来的 10 年里，股权的表现几乎可以确定无疑地超过现金，甚至是大幅超越。那些现在紧攥现金的投资人是在打赌他们有能力在未来择机转换现金。但在等待好消息所带来的安心感的同时，他们忘记了维恩·格雷斯基的忠告：'我总是滑向冰球将要去的地方，而不是它现在所在的位置。'"

西方各国央行为了拯救此次金融危机，已出手几千亿的美元、英镑和欧元，这得多印票子，中长期的通胀恐难以避免。

最后，巴菲特再次表示自己出言谨慎："我不喜欢对股票市场发表意见，并再次重申，我对市场的短期行为没有任何想法。不过，我会效仿一家餐馆的广告语，这家餐馆坐落在空置的银行大楼里，上写：'让你的嘴巴和你的金钱同处一室。'今天，我的嘴巴和我的资本都在说'股权'。"

也许是因为出言谨慎，巴菲特没说他现在与自己在 20 世纪 70 年代的境遇何其相似乃尔。巴菲特 1969 年在美国股市高峰中解散了合伙人基金，又于 1973 年的跌势中入市，股市在 1974 年再次大跌后才见底，然后在 1975 年和 1976 年反弹，1973～1976 年标普 500 指数的涨跌幅分别是－14.8％、－26.4％、37.2％和 23.6％。当时西方国家都差不多，英国股市波动更为剧烈，1973 年跌了 40％左右，只有 1920 年可以相提并论。接着的 1974 年和 1975 年创下了英国股市百年的纪录，分别是最低和最高涨跌幅，－57％和 97％。

如果我们目前和今后的处境与 70 年代的西方国家有相似之处，看看由伦敦商学院几位教授长达 14 年的研究成果《投资收益百年史》中的数据，还是很有意思的。

20 世纪政经形势动荡不宁，像俄国、阿根廷、中国和波兰股市都在某个时间终止或价值完全丧失，但最主要的由英国、美国、瑞士、瑞典、荷兰、日本、意大利、德国、法国、丹麦、加拿大和澳大利亚等 12 个国家历年数据还是基本完整的。《投资收益百年史》中对这些国家的 20 世纪股票收益率(经通货膨胀调整)比通常的统计"低估"2 个百分点，却仍跑过长债与短债的收益率，最高的 6 个国家是瑞典

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

(8.2%)、澳大利亚(7.6%)、美国(6.9%)、加拿大(6.4%)、荷兰(6.0%)和英国(5.9%)。最低的三国是日本(4.2%)、法国(4%)和意大利(2.7%)。

有了百年的收益率参考坐标,再看看 70 年代这十年的实际收益率。美国 70 年代的实际收益率是−0.7%,仅 20 年代是负值,比它差,为−2.5%,美国最繁荣的 50 年代的收益率高达 15.7%,比 30 年代的 14.9%还高,80 年代和 90 年代则是 11.0%和 14.2%,但考虑到 70 年代如此之差,后两个 10 年真是好时光。英国的 70 年代股票收益率是−1.4%,与 20 年代的−1.4%并驾齐驱,其他国家 70 年代表现都一般般,与英美差不离,最差的意大利竟然大跌 11.7%,日本涨了 3.4%,最好。

关键是熬过 70 年代这十年,后来的 20 年收益率都比较好。巴菲特可能是例外,1973 年和 1974 年的绝对收益率只有 4.7%和 5.5%(相对收益率仍是强劲),但后面的几年都不错,即便 1977 年标普 500 又下跌 7.4%,伯克希尔仍上涨了 31.9%。在 1973 年,巴菲特确实以极低的价格买到了像《华盛顿邮报》这样的好公司,为他后来的成功打下了飞跃的基础。

问题是,你能否在中国找到穿越重重迷雾、仍能在下个经济周期胜出的好公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

炒股不是请客吃饭

2008 年“4 万亿”投资的举动与 2007 年的突然行政干预紧缩政策，一极冷一极热，富有戏剧性。

自从美国的 7 000 亿和 9 000 亿美元之类的救援行动后，全世界政府都大开支票，有多少准确的依据？不清楚。你看，不出一个月，美国财长保尔森已宣布改变救援资金投向了。没办法，先给重病的人打强心针和输血，动什么手术再说。

“4 万亿”也出于同样的理由吧。不过，海外媒体已开始挑刺了，如英国《金融时报》的戴维·皮林转引摩根士丹利亚洲董事长斯蒂芬·罗奇的看法：“中国政府的行动好像有些‘慌张’，表明经济增长率可能已降至 8%以下。”作者又不客气地说：“8%是中国观察家们确定的控制社会动荡必需的水平——他们的才智令人质疑。”



炒股不是请客吃饭
（图片来源：百度图片）

作为中国人，我们从不怀疑自己的才智，只是对于我们拥有的过分的才智信心不足。我看到网上已有人号召我们赶快做“包工头”，发大财啊。现在要做包工头，恐怕晚了吧。我们怀疑匆匆上马的“4 万亿”的效益太差，也许有一天又会增加银行的坏账（假设银行的治理结构仍不以股东利益为重）；怀疑只不过让贫富差距变得更大，怀疑的是让绝大多数人没有多大利益的增长。

怀疑是很正常的，大多数人（包括我）喜欢把钱分给全中国每个人，让我们自己选择钱的用途。举一个不是很恰当的例子，十几年前单位逢年过节总喜欢发些生活用品给员工，员工不是不喜欢，但他们更喜欢发奖金，自己选择买什么嘛。

当然，精英们一定觉得我们普通人眼光太短浅，由他们花钱，专业而有远见，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

希望如此。

"4 万亿"究竟是怎么回事还没搞清，下面已有人做足文章了。我手机上已接到不止一条短消息："中央 4 万亿投资，赶紧抄底房产，请投资某某住宅。"

已跌了 70%的中国股市更是有理由抄底。2008 年，大小机构、投资者、投机者和赌徒，一直在亏钱，还没赚过钱，到了年底，应该给自己发年终奖了，于是大家一起把股市炒上去吧。

大跌之余，一定会报复性地反弹。2008 年的中国股市确实比较奇怪，没什么像样的反弹，除了被政策硬逼着在3 000点以上冲了一把。不过，想想 2006 年和 2007 年，除了"5·30"那次大调整，股市也是不回头地往上冲，几无摩擦力，暴涨暴跌，倒也形成完美的几何对称。

辩证地看，大熊市中的反弹是为了下次更好地下跌，同样，大牛市中的调整是为了下次更好的上涨。从股票供求关系分析也讲得通，股市一直下跌，卖的人越来越少，就跌不动了，很容易被抬上去，然后趋势向下时，那批买了被套的人往往成了新一轮向下的动力。

明乎此，我们对有些说法就清楚了。

比如，这次有人在喊："这是今年唯一赚钱的机会啊。"对，既然是反弹，一定会有人赚钱，但谁给他们钱？一定是另一批最后抢反弹不成，被套住的人。同理，有人称之为"请客吃饭"行情，谁来请客？

20 多年来，中国大小财经媒体经常充斥着这类"赚钱机会"的呐喊，让各路人肾上腺素涌动，冲进股市等投机市场，聚众投机，赌它一把。暴跌后，赌输的人开始大骂市场、机构和政府，强烈要求救市。循环往复，没有尽头。

此次媒体上用得最多的词汇是"独立行情"，也就是 A 股不受外围市场影响，独自上升。

这又是睁眼说瞎话。明明 A 股是在港股尤其是 H 股的强力反弹影响下，借"4 万亿"之概念，有了反弹的勇气和信心嘛。

为什么要喊"独立"？他们还是对国际环境心里没底，怕海外的反弹随时结束，我们的"吃饭行情"迅速夭折。说独立，就是希望能反弹时间长些，"赌"得尽兴些。

"独立"的背后假设是中国"特殊论"。但每提"特殊论"，结局不佳。比如今年不少人刚说中国宏观经济会"个别发展"，形势马上逆转，要"保 8"了；又比如每次有人为中国股市高市盈率激烈辩护时，就要暴跌了，2001 年和 2007 年都是如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在我们之前，日本人喜欢说自己"特殊"，公司互相持股特殊，市盈率高特殊，等等。今天一看，日本人发现自己没什么特殊了。

唯一特殊的是日本经济缠绵徘徊了 20 多年！

我们想想，人在什么时候自觉与众不同？少年尤其是青年的时候。男人在那时候大多自命不凡（有人没表现出来而已），到了四十不惑，才知道除了运气外，人与人的能耐区别不大。

中国股市的"特殊论"还演绎出什么"定价权"，除了是"操纵股价"的另一套说辞外，根本没什么意义。2007 年一帮牛哄哄的中国基金经理跑到香港"炒轮"，结果大败而归，才知道什么叫"定价权"。

要独立，自以为特殊，是青少年的梦想，是利用与诱惑人的把戏。可惜，大多数人在股市中的情商并不高于青少年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

人性的杠杆

现今人们都在谈论全球的资金与信贷的去杠杆化，却没有多少人关注人性的杠杆化水平。

我曾与一家金融机构的私人银行部经理聊天，谈及我的一位朋友在上海的外资银行"中招"的故事。2008 年金融危机如火如荼，银行的客户经理却建议他买能源基金和农产品基金，最后竟然买了个东欧基金产品，在欧元贬值和市场崩盘的双重打击下，投资的 100 万元仅剩余 30 多万元。

那位经理介绍道，这种不顾一切的销售产品作风来自"美式激励"文化，客户经理只要能把产品卖出去，就能获得高额的提成。如果真的出了问题，他们可以一走了之，所以毫无顾忌。

我感叹道，如果世界金融市场持续低迷，大部分客户不得不割肉离场，这些大银行将失去一批重要的客户。客户们没法利用法律投诉，但心中完全明白是怎么回事，这些人来银行买基金，本来抱有低风险的预期，客户经理却不动声色地推荐他们高风险的产品，仅仅是为了自己的佣金。

在过去的计划经济体制下，我们几乎没什么物质激励，当然是荒谬的。但随着全球化的进程，人性（贪婪）的过度激励也蔓延开来。

有 10 位教授提出了利用股市来拉动中国经济和内需的计划，其核心还是所谓的"财富效应"。这不是一个新概念，1999 年国内股市"5·19"行情时，也有人提过，它是舶来品，从当时的美国科网（.com）泡沫引进，无非是说股价或房价涨了，企业、家庭和个人都感觉自己有钱了，会扩张消费和需求。这个效应很常识，也有一定的道理，如 2007 年深圳房价大涨，然后带动上海和全国房价上了一个台阶，初始能量可能来自股市赚了钱的人套现买房。

但是"财富效应"过犹不及，就会演化成资产价格虚高后的"泡沫效应"。2007 年随之而来的是美国科网股的泡沫及房地产泡沫的崩溃，全世界都受到了"财富效应"崩溃的影响，如向来保守的德国企业在 2000 年的电信泡沫时匆忙借入了大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

量债务，引发了一场至少为时 5 年的经济衰退。

我一直以为，不少人对资产价格过度高估的危害性认识不足，总以为这只是周期性的问题，经过一段调整后，资产价格又会再创新高。最近，我看到日本野村证券的经济学家辜朝明先生对日本 15 年大衰退的研究结果，觉得颇有说服力。过去对此的解释往往从日本银行及政府的政策失当谈起，但辜朝明却直指由于经济泡沫引发的日本企业的资产负债表衰退。也就是说，在资产价格暴跌时，当初日本企业用来购买这些资产（或者以这些资产作为抵押获得）的借款数额却没有变，发现它们不仅丧失了大笔的财富，它们的资产负债表也陷入了困境。比如，一家企业原来拥有价值 100 亿日元的土地，现在却发现这些土地只值 10 亿日元，而资产负债表上却依然保持着 70 亿日元的负债，这样，本来盈余的资产负债表突然变成了 60 亿日元的净负债。

让人哭笑不得的是，技术上破产的日本企业大多经营状态不错，还在不断产生现金流，能持续还债。于是，泡沫下的日本企业出现了教科书上一般不会提到的经营行为，它们不再以盈利最大化为目标，而是不断还债，修复资产负债表。因此，也就出现了在社会资金成本为零的情况下，日本企业不借债扩张，把钱源源不断地还给银行。换句话说，不是我们通常所理解的银行不愿意贷给企业，而是企业不要。日本企业都在还债的“合成谬论”导致社会总需求急剧衰退，丧失了相当于日本国内生产总值 20%的企业需求和1 500万亿日元的国民财富。如果不是日本的财政支出让国内生产总值仍然高于泡沫顶峰期，就与 1929 年的美国大萧条十分相像。

所以说，由过高资产价格引起的泡沫破灭，对整个社会而言，是十分危险的事情，因为不同于一般的经济周期引起的调整，它颠覆了企业与整个金融系统的运行模式和目标。按辜朝明的说法，它是“阴”，与正常的经济状态“阳”截然不同。

回到主题，从 20 世纪 90 年代以来各种的经济泡沫的产生与崩溃现象看，我们人类不仅放大了资金杠杆，更抬高了人性的杠杆。贪婪是人性的一部分，亘古不变，但当今社会却把它制度化了，肆意激励和玩弄，结果局中人几乎都成了法王路易十五（还记得他“我死后，管它洪水滔天”的名言吗）。

更可悲的是人类精英阶层的坠落。华尔街的顶尖投行曾是商业贵族的代表，但他们现在却成了名利场大火的纵火犯。教授曾经代表了客观、理性与知识集大成者，但他们今天却比普通人更为玩世不恭。日本前两年出了一本《下流社会》，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

内容不怎么样，但它确实提出了整个社会与人性“往下走”的全世界现象，从这个定义而言，我们上面提到的10位教授及所代表的股市忽悠者很“下流”。

我们呼吁“人之上升”。



《下流社会》
（图片来源：百度图片）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

别玩弄市场幻觉

沪深股市最近一直在议论平准基金，这让我想起台湾地区的护盘基金。别看台湾地区股市新闻中有时会提到护盘基金，但我很少看到当地财经媒体认真讨论它的功效。几个月前的台湾地区《财讯》月刊倒有一篇有关护盘基金的小文，质疑它为何独独青睐鸿海股票？台湾地区护盘基金的眼光确实不灵光，鸿海的股价从2008 年年初的 202 元新台币下滑到 12 月 12 日的 64 元新台币，市值缩水一百多万元新台币。

台湾地区股市是著名的投机市场，治理也不佳，但沪深股市偏偏喜欢借鉴它的一些做法。如涨跌停板，原本是为了抑制过度投机的，却反成了市场操纵者或投机者博弈的工具。因为不知道有多少个涨停和跌停，引来人们的投机想象空间，诱惑投机客抢着买进。

有人说，香港不是在 1998 年金融危机中“平准”了一把吗？对。但也就这一把成功了，所谓出其不意吧。不过，怎么没人讨论过第二把呢？2007 年特区政府以 150 港元左右买入港交所股票，据说是为了防止外资觊觎，结果它的股价在2007 年 10 月 22 日上涨至 268 港元的最高价，但在 2008 年 11 月 25 日跌到 50 港元，12 月 23 日是 72 港元左右。

也许有人会说，这是碰上了金融危机，谁也没办法。是的，但我们从中可以注意到一个重要的问题，那就是政府平准的标准是什么？又如何来判断合理性？鸿海从 1990 年年初开始就成为台湾地区股市的一只大牛股，当局买它似乎很保险，但这回偏偏失准。港府又如何确知外资一定会收购港交所？防患于未然？那就麻烦了，因为可能性太多了。

这也是平准基金最可议论之处，它有太多的理由去干预市场，而依据又是模糊不清的。市场其他参与者的目的很简单，就是赚钱，上市公司的大股东或管理层可能复杂点，要防止被收购，也就这些了。

而平准基金的“讲政治”立场又很容易让投机者利用和猜测。知名“财经演

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

员”、摩通的龚方雄先生在 2008 年 12 月 22 日的《香港经济日报》上扬言:“如果 A 股跌穿上次低位(上证指数及上海 A 股分别为1 664点及1 749点),市场信心就会崩溃,中央出手救市的机会好大,推出平准基金的机会好大。”龚先生会说“道指若跌穿7 000点,索罗斯或罗杰斯进场的机会好大哦”吗?不会,说了也没人信,市场上的投资者会随形势不断变化的,只有平准基金可能成为“冤大头”。

把平准基金定位得最具体最离奇的是中国证券业协会副会长、天相投资顾问董事长林义相先生,他要平准基金承接“大小非”减持卖盘。不过从 2008 年 11 月初到 12 月中旬,林先生的平准基金的数额也在不断变化。先是《中国证券报》11 月 7 日报道,林义相说平准基金以 11 月 6 日(上证指数1 717点)为标准,跌下去就接“大小非”的抛盘,只需要1 300亿元。短短的一个月后,到了 12 月 19 日的天相投顾 2009 年策略会上,林义相的平准基金变成了3 000亿元才能搞定“大小非”了。

且不说 1 300 亿元还是 3 000 亿元的平准基金数额,我没搞明白的是林义相设定的1 700点或2 000点的底线的依据是什么?因为这涉及平准基金最后能不能真正成功。

林先生极有可能把股市当银行了,那个接盘底线很像国家给银行储户的信用保证。我的疑问很简单:既然划一条股市底线可以治理“大小非”,相应也止住了其他人的卖盘,按此逻辑,全世界股市都由国家划一条底线,还有什么金融危机和恐慌呢?比如,奥巴马总统为道指划个7 000点底线,标普 500 也划个 800 点底线,美国股市不也就云开日出了吗?

如果此事能成,林先生可以获诺贝尔经济学奖,因为他的理论彻底颠覆了几百年来的股市规则。不知怎的,林先生的平准基金底线,总让我想起代表教条和自以为是的法国马其诺防线。

林义相及几位平准基金支持者喜欢大谈市场信心及其功效。市场信心相当重要,不过,若绞尽脑汁算计市场其他的参与者,过犹不及,就变成了玩弄心理幻觉了,那么,鹿死谁手就很难说了。

我在这儿举一个例子,格林斯潘是个玩弄市场心理幻觉的高手,但他还是暴露了一些致命的“底线”,如他在 1998 年拯救长期资本管理公司,让市场有了大投资机构不能倒的预期。2008 年金融危机,美国财长保尔森最后实在忍受不了,尝试着让雷曼兄弟公司倒闭,结果引发全世界的惊涛骇浪。接下来美国政府只能继续维持原来的底线,但又能维持多久?什么大企业都不能倒,市场经济就变成了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

没有地狱的天堂经济，会出现什么后果，有过去各国的实践证明，用不着我这儿多说了。



雷曼兄弟公司倒闭
（图片来源：中国经济网）

现在不少人都在提1999年的“5·19”行情重临，希望政府再戳破下一个大泡沫。其实，正是因为当年“5·19”行情纵容乃至鼓励了业内的做庄和市场操纵，才让后来的德隆、华夏证券、南方证券等大大小小的投资机构破产。政府不可能在任何时候，更不可能动员所有资源来拯救所谓的“市场”和机构。饮鸩止渴，后患无穷。

最后，让我们牢记伟大的经济学家哈耶克的“致命的自负”的提醒吧，当年他指的是那些自以为全知全能的计划经济者，其实，“致命的自负”也包括那些自以为能够玩弄市场、舆论和政策的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

老人家不宜炒股和买基金

普鲁塔克的《希腊罗马名人传》中写道:亚历山大在远征亚洲前,把农场、村庄或海港的岁入送给了朋友,几乎所有皇家的财产都被分配用尽。有朋友问他:“噢,国王,您将为你自己留下什么呢?”亚历山大回答道:“希望。”

对于一位刚刚才 20 岁的英雄来说,这个回答掷地有声,但若一位 70 多岁的老人家如此行事,就很唐突吧,因为他们的生命预期是不同的。

一个多月前,我回中学母校参加 65 周年校庆,一位有恩于我的 72 岁的退休老师问道:“我有些朋友,都七老八十了,他们股票被套了,怎么办?”

我无奈地摇摇头,回答:“只能忍痛割爱吧。他们这年龄根本不适合做股票,应该是享受生命的时候啊。”

我把这段对话放到了自己的博客上,获得了一些朋友的共鸣,也有人不理解,说我在上证指数2 000点还劝人家“割肉”,是轻率之举,等等。

我很能理解后者的心情,自己也是这么走过来的。

我于 1991 年夏天进入上海证券交易所工作,那时股票在中国还是新鲜事儿,我为国人能买卖股票了激动不已。正巧上交所实行无纸化交易,需要每位股民亲自前来办卡,我为了获得感性认识,竟然在每天采访完毕后,下午就跑到发卡处帮忙,直到深夜,而且天天如此,从不休息。结果,我在 3 个月里“浏览”了 10 万张老老少少股民的脸。为此,我还结合市场,写了不少生动的故事,激励大家投入到火热的股市中去。

几年后,我明白了股市是个弱肉强食的丛林,尤其一件事给我很深的刺激,就是大学老师买了我激情报道的“金杯汽车”股票,被深深套住。于是,我从股市的生态合理性方面,劝喻机构和上市公司对中小投资者别那么狠,放水养鱼嘛,把小鱼和虾米吃光了,你们只能自相残杀了。

随后我发现自己很幼稚,人家可不想看得这么长远。我又开始呼吁保护中小投资者是股市的首要原则了,最后还是发现自己幼稚得很,羊一天到晚和虎狼在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一起，如何保护？这只不过是“政治秀”罢了。

反之，那些保护得很好的利益集团的利益稍有损失，马上会有组织有力量地回击。比如，2008 年 12 月末的一天早上，我打开《香港经济日报》，被首页整版的严正声明吓了一跳。原来港交所出了新规，上市公司董事的禁售期大幅延长。于是一大堆的上市公司在几位亚洲大亨的带头下，登报抗议。我把抗议的几条理由看了一下，暗自好笑，这不是强词夺理，就是似是而非。但港交所很快在压力之下，把原来要在 2008 年年末实行的新规延期 3 个月执行。

2009 年年初，上交所的观察机构的动态赢富数据产品下线，也是个好例子。当年它还没上市，我听闻消息后，马上打电话给上交所，希望暂停这个产品。我认为交易所不应该为了盈利，制造信息的不公正性。如果要上市，就得对全体投资者免费公布。上交所当然不理。后来还是机构有组织地反击，把它给下线了。一些媒体为赢富产品辩护，说是机构赢得“黑暗生存”，这没说到点子上。如果赢富免费提供给所有的投资者，机构保证设法集体反击，说你交易所和一些数据机构有私心，被人抓住把柄了吧。

这只不过是机构或利益集团不得不摊牌的少数例子，若推而广之，中小投资者尤其是老人家如何吃得消这么生猛的“联合舰队”。

说老年人不宜炒股，有人一定会提到巴菲特和查理·芒格等投资大师。没错，但那是例外，他们已在这股市浸淫了 50 多年，是真正的幸存者，而且他们所代表的机构力量是普通老人家不可比的。

说来惭愧，我发现老人家容易上当受骗是从我母亲受骗开始的。这么多年来，我母亲多次被有组织地欺骗过，这些骗子让她去听各种各样的报告会，然后卖给她各种所谓的“高科技产品”，价格几千元，而成本最多几十元。我母亲确实获得了不少所谓的“碱性和酸性水”之类的伪科学知识，大把大把的钱也就此流失了。我为母亲的举动感到不解和不安，直到这两年与朋友或网友一交流才释然，原来许多人的父母都深陷其中，被这些有组织的骗子持续地欺骗着，执迷不悟啊。

如果我说证券营业部人员拉老人家们开户、听讲座和这些有组织的骗子的行为是一样的，估计本人有被告诽谤的嫌疑。不过，绝大部分老人家在股市上是极弱势群体，不适宜在里面生存，还是说得过去的。

同样，所谓让专家理财的偏股型基金也是高风险的产品。我对这些基金的许多宣传是颇为怀疑的，比如在何时截取收益回报数据，是很有讲究的事。即使基金说得对，老人家也不合适，对一个 70 岁以上的老人而言，是没必要“长期投资”的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



看盘的老人
（图片来源：网络）

尤其是我们这辈的父母，子女众多，除极少数人之外，这么多年的经济增长，子女们完全有能力、有意愿赡养父母，老人更没必要为自己的生活犯愁。

谨将这篇小文献给天下所有的父母老人家，祝他们幸福健康，特别是心境的安宁。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股指期货疑是赌博工具

在巴菲特的传记《滚雪球》中，提到了传主在1987年美国股市大崩溃前开始抛售股票。“他知道随着股票市场的不断上涨，其中必定有某种推动它的因素，那就是标准普尔500指数期货这一新发明。”然后，又用了巴菲特与儿子霍华就其减肥打赌等几个生动的例子，来解释股指期货何以类似赌博。《滚雪球》接着介绍说，巴菲特早在1982年就给美国国会写信，陈述了股指期货存在的风险，呼吁联邦政府介入，加强监管。

对巴菲特有较深研究的人也许都看过这封信，因为它曾发表在1987年12月的美国《财富》杂志上。编者按中说道：巴菲特在1982年3月写下这封信，并将信寄给了众议院监督和调查小组委员会主席约翰·丁格尔，当时美国国会正在考虑是否允许芝加哥商业交易所交易与标准普尔500指数相关的期货合约，一些批评人士认为，正是股票期货交期导致了1987年10月19日的股市崩盘，巴菲特用5年前的这封信表达了自己的立场。《财富》杂志言下之意：当年就没必要把股指期货这个祸害给放出来。

在信中，巴菲特首先不否认股指期货能帮助真正的专业投资者降低风险，但他认为，包括他在内的多数专业投资者不会使用持续对冲的方式进行投资，尽管一些希望让自己的立场和行为保持“中性”的专业投资者可能会采用这种方式。

问题是，股指期货将吸引更多的业余投资者加入其中，因为它的高回报、少投入的性质无疑能增加人们进行赌博的倾向。“这就解释了为何拉斯维加斯的赌场不断宣传着巨额的累积奖金，以及各州的彩票机构强调奖金有多高。”

在证券行业中也是如此，除了“仙股”外，投资者可以使用很少的成本进行规模巨大的金融投资的“低保证金”交易，是人们最容易受到欺诈的诱惑。

许多历史已经告诉我们，高回报承诺以及低保证金要求最终都将带来麻烦。当然，最相似的一次经历就是20世纪20年代末的股市繁荣，当时的保证金比例为10%，这将股市进一步推向繁荣。巴菲特认为，泡沫崩溃后，人们汲取了教训，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

引入了保证金监管制度，大幅降低了杠杆化。但股指期货可以使用 10%的保证金，这绕过了有关保证金的规定，“很快全国各地的赌徒都将认识到这一点”。

巴菲特父子两代人都做过股票经纪人，他太清楚行业中人的利益所在了。经纪商最喜欢股指期货这种新的交易工具，因为它能产生更多的交易量。交易量越多，投机者负担的成本就越高，而留给经纪商分享的资金也就越多。当每份股指期货合约结束时，唯一要做的事情就是输家将钱支付给赢家，“赌场”(期货市场和持支持态度的经纪商)在每一笔交易中收取一次费用，可以肯定的是，“赌场”有意增加赢家和输家的人数。当然，对投资者而言，这明显是一种“负和博弈”，在去除费用之前，亏损等于收益；在去除费用之后，就出现了净亏损。

巴菲特的结论是：“从本质上看，这些期货非常接近于赌博，相似性非常高，相似比例有可能至少为 95%，且高于这一比例的可能性更大。”

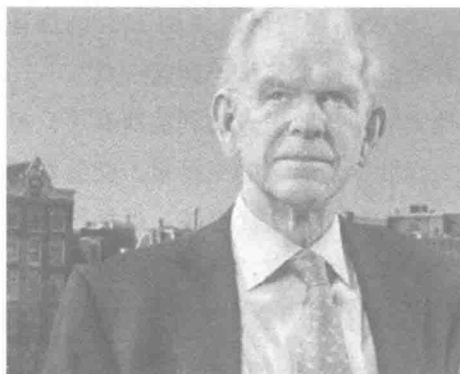
因此，巴菲特呼吁：我们不需要更多的人对不必要的股指期货进行赌博，也不需要更多的经纪商来鼓励人们进行这种赌博。我们需要的是关注企业和投资长期前景的投资者和顾问，我们需要对投资资本做出明智的承诺，而不是使用杠杆在市场中进行赌博。总之，尽管指数期货能给那些希望“对冲”市场波动的专业投资者提供些许好处，但大容量的股指期货市场的弊大于利，这个市场可能会给购买证券的大众带来巨大的伤害，并在长期内对资本市场造成灾害。

但在巨大的利益面前，巴菲特的远见根本没人相信，说得更透彻些，大家都揣着明白装糊涂，最后市场中人将股指期货“衍生”得更远，杠杆使用得更大，到了 2000 年年初，已被巴菲特等人比作“大规模杀伤性武器”了。

结局大家都知道了，而这个结局是崩溃的开始还是结束，我们尚不清楚。我们只知道，华尔街的大经纪商(投行)破产了被收购了，能转型为商业银行的是极少数。他们原本是想仅做中介或“赌场”庄家，但最后也演化为赌徒，成了自己做的局的牺牲品。也有可能在 20 世纪 80 年代初，他们的前辈设计者是明白其中利害的，而后继者利令智昏吧。

巴菲特当年在信中也指出专业投资者可以从事股指期货，然而，包括中国在内的所谓“专业投资者”有多少能像巴菲特那般理智冷静，是值得怀疑的。美联储主席伯南克终于对亏损累累的 AIG 表示无比的愤怒，认为它就是一家押下了大量不负责任的赌注的对冲基金，几年前，AIG 还是全球象征“专业和价值”的大保险公司哩。顺便一提，伯南克发如此牢骚不容易，须知他的学术信仰是“尊重市场”(中国人民银行副行长易纲)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低,10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



杰瑞米·格兰桑
（图片来源：百度图片）

美国投资家杰瑞米·格兰桑2008年10月接受《巴伦》周刊采访，回答能从这场金融危机中学到什么时，说了一段妙语："我们将在极短的时间里学到许多东西，在稍长一点的时间里学到一些东西，而在较长时间里什么也学不到。这就是历史的轮回。"在资本市场中，14年属于较长的时间，历史要轮回，就让其轮回吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股市轻薄了实体经济

2008年末，朋友告诉我，有一拨从未做过股票的中小企业主进入了股市。当时，我并没有太在意，然而2009年春节前后，更多的朋友提供了类似的信息。于是，我从银行等各个地方做了调研，当然，也有主动找上门来通报的。比如，一个月前，我妻子的前同事就说她先生做股票啦，“轻轻松松赚了100万”。我也认识她先生，是位很有创业精神的企业主，一直对自己的生意很专注，从不受股票的诱惑。但这次经济环境实在太差，忍不住投身股市。

我听到的许多事例与这位先生类似，一位在银行从事财富管理工作的朋友告诉我，2007年10月以来的这场股灾，让大部分投身股市或基金的“有钱人”损失了至少一半的资产，他们“趴”在账上再也不敢轻举妄动，反而是一批从未炒过股的中小企业主入市了。

这个现象很合理。面对2006年和2007年中国股市超级大牛市，有钱而不为所动的往往是主业不错的中小企业主，他们对自己的生意很自信，不愿冒风险投机基金或股市。

那么，他们为何突然在2008年年末或今年年初杀入股市呢？在生意环境突然恶化的状况下，他们看到股指暴跌了六成，凭着一种买便宜货的直觉，冲入了股市。

很幸运的是，在有关方面的积极托市下，在大唱信心之歌的亢奋情绪下，股市出现了大反弹，他们赚钱了。

赚钱当然是件大好事，应该恭喜发财。不过，投资股市5年以上的人都明白，一入市就赚钱并不是好事，它会让你今后赔更多的钱。而今天有所成就的股市中人，往往是吃了大亏后，才明白股市的厉害。由于机缘的关系，20世纪90年代我为监管部门策划过一些风险教育的项目，不能说没成效，但实践下来，发现最好最成功的风险教育还是投资者自己的经验。或者说，只有你吃了大亏后，才会恍然大悟书上的风险实例真有其道理啊。惭愧，也包括我这个当年所谓的风险教育宣

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

传者。

我们经常说,要用经营企业的理念和态度投资股票,但这并不意味着企业主进入股市就能迅速成功。事实上,投机或投资需要很丰富的专业经验,新入市的企业主比别人可能有些基础,却仍需要磨炼。比如,股指暴跌了六成,就便宜了吗?未必。

说白了,对这些中小企业主把主业放在一边进入股市,我是担忧的。股市风高浪急,他们一开始又尝到了赚钱的甜头,未来不会一帆风顺吧。中小企业主的资金是"一体化"的,若股市中有损失,对运营已经不良的实业经营而言是雪上加霜,乃至釜底抽薪。

做企业的人一般都不简单,我不排除其中有不少人艰苦奋战,一不小心成了出色的投资人,我应该恭喜他们。但我为中国的实体经济有些惋惜,股市最多只是个分配财富的地方,它并不创造财富。最富有创业精神的中小企业主都成了专业股票投资人,对中国经济成长阶段而言,究竟是利还是弊,不言自明吧。

中国股市中小企业股票稀缺,被人为地炒高,高估几倍是很常见的事情。设身处地地为这些中小企业上市公司的老板想想,他们发现自己企业的价值被高估,实体经营需要几十年才能到手这些财富,他们会干什么?他们会毫不犹豫地卖掉股票。正如将汇源果汁卖给了可口可乐,其经营者所言,创业要像养儿子,企业要像卖猪那般卖,现在"儿子"终于变成了"猪",为什么不卖?

有些人会说,这些经营者还会拿卖掉的钱去创业。这未免太天真了吧。除了个别经营者外,大部分人绝不会这么做。创业是件很艰辛的事,与养儿育女一样。他们见企业上市是如此的暴利,一定会去从事私募股权,把人家的儿子抢来当猪卖,或者直接炒作股票。

榜样的力量是无穷的,企业上市的暴利,会引诱许多人为了上市而办企业,他们无谓地做大规模,把一个一个行业泡沫化,最终未必能够得逞。在海外股市,例如 20 世纪 90 年代末的美国科网泡沫,确实造成了上述的现象,可他们是某个行业和某个时段的泡沫,哪里像我们已成了长时段各行业的制度化的泡沫。

让中小企业主投身股市,或上市以几倍的高价套现,在中国经济大环境下尤其显得不智。若讲稳定,保证就业是最大的政治。可是,国企大多是资本密集型的,真正的就业生力军是不起眼的中小企业。如果我们让中小企业主不安分于主业,后果将是什么?

短期而言,提振股市要比实业容易得多,如多流入些资金,安排些利好政策,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

让投机者一时亢奋,等等。但比起股市中人飘忽难测的信心,中小企业的信心比金子还贵,因为它是中国社会长治久安的基石。在没有找到刺激小企业复苏的好办法之前,股市大幅波动,让企业主轻视甚至放弃实业,导致失业等一系列问题的发生,将得不偿失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

覆水难收

细细观察2008年中国股市的严重庄股化状态，我有位朋友称之为18年来股市劣根性之总爆发。我很赞同。如果说得不那么激烈，至少它再现了2000～2001年间的股市，庄股遍地，在完全脱离基本面的情况下，庄家们合力操纵大盘，最后欲罢不能，只不过与当年相比，庄家的资金实力更为雄厚，已渗入了许多大盘股。按市场的说法是将庄家美其名曰“控盘力量”，如果考虑像汇金公司这般对大银行股的托盘，也合理。

何为庄股？就是变相的小赌场。所谓变相，是因为它比一般的赌场更不“公平”，是被庄家操纵的，没有客观的赔率可言。既然是小赌场，它就必须广而告之。

对跟庄者而言，他们很容易识别庄股的走势与符号，如果太过复杂，庄股岂不没了人气，这是任何赌场都不愿意的。

关于庄家和庄股，中国股市上有太多的事例，如德隆系和中科创系等是如何崛起、兴盛和崩溃的，大家可以取出过去的庄股走势图形与今天的图形对比分析。我这儿再通过一个故事化模型将庄股的运作原理和本质简单说明一下。



美丽的西双版纳
（图片来源：百度图片）

20世纪90年代初，我第一次去云南西双版纳度假，到了中缅边境后，便过去瞧瞧。缅甸那边没什么好玩好吃好买的，游人便被一个赌摊所吸引。

赌摊的规则很简单，押大押小。与公开赌场的不同点在于，庄家是先在碗里开骰子，然后让赌客押注。先开骰子？这么弱智？对。庄家装模作样地在小碗内掷完骰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

子,然后装模作样地用盖子盖住以为赌客们没看见。于是赌客们信以为真,沾沾自喜,见骰子开大便押大。那时我还很年轻,又在旅途中,很兴奋,就弱智地玩了3把,每次100元,第一次赢,后两次输。我一下子明白这不是公开赌场,而是骗术,庄家先让你看见骰子的内容,然后根据盘面的钱财多少,改变或不改变骰子的大小。

我又开始自作聪明了。既然庄家是以盘面来定输赢,我就反其道而行之,哪边钱少押哪边,站在庄家这边嘛,让押钱多的那边的赌客倒霉吧。我又押了两把,结果还是输。这下我全明白了,那些继续押注的,除了我之外,全是庄家的托儿。即便那儿是6张100元,这儿只有我一张100元,庄家照样吃我,因为那儿全是自己一伙的,表面上付了钱,最后还是回到庄家的腰包里。

我当时年轻气盛,刚想理论几句,却发现庄家后面还站着一个人,不是黑道型的彪形大汉,而是很弱小的男子,只见他穿着缅甸的军服。整个场面太刺激了,我知道自己傻透了,可学到了东西。

古往今来的骗人赌博,一般逃不开我所说的上述模式,中国庄股也不例外。庄家在收集筹码(股票)建仓时,一般的跟庄者还可以浑水摸鱼,一旦进入洗盘和拉升震荡出货阶段,跟庄者赚钱就难了。中国股市中的庄股化,主要原因就是“大小非”尤其是“小非”与庄家密切合作,他们迅速有了大量的股票,不必在建仓上花太多的工夫。

问题是,在环境不变的情况下,那个缅甸赌摊每天骗些中国游客,可以一直经营下去,但不能超过两个,否则被骗的游客不够。中国股市的容量更大,如果有一些庄股,赢利是不成问题的。然而,全面庄股化就麻烦了,他们彼此必须激烈竞争,抢夺有限的跟庄者,而后者有了太多的选择,也就顾此失彼了。

更有甚者,庄家是靠吃跟庄者而生存的,羊(跟庄者)一开始蛮多的,随着狼(庄家)的活动剧烈化,羊越来越少,最终只剩下一群狼(庄家),狼和狼之间有什么可骗的?

所以,庄股的生存、赢利模式与恶性肿瘤是一样的,它们可以迅速繁衍分裂和扩大,最终却毁了自己。2001年后,众媒体紧随大庄家德隆系不舍,无奈人家背后的势力强大,难以下手。我就劝一些朋友耐心点,让德隆每天自拉自唱吧,硬挺吧,这是颇耗费财力、物力和人力的,却出不了股票,换不来钱,他们最后一定会“自我爆炸”。早在2001年的《财经》杂志专栏上,我也借一位朋友之口说:“在3年之内,这些庄家一定毁灭。”到2004年,德隆等庄家果不其然。不是我会算命,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

而是由庄家的“恶性肿瘤”模式自己决定的。

当然，庄股为众多的老鼠仓锁定了利润，便宜了中间人和能从银行搞到钱的少数人。我首先恭喜他们发财，然后希望他们借鉴传统智慧。在中国史书上记载着许多爷爷和爸爸利用自己的资源，贪得无厌，做尽坏事，却安然无恙的事例，儿辈与孙辈看在眼里，长大后也要模仿，没曾想环境发生了变化，自己的能力又不行，一不小心家破人亡，断子绝孙。这可是中国传统理性的因果观啊。

当然，股市涨起来了一些金融官员洋洋得意地夸耀是中国经济回暖与信心不错的象征，在短期内，只要往股市里大把注入银子，股价一定会涨，这是简单的供求关系，别夸耀自己的能力了，自鸣得意只会让人觉得可笑。最夸张的是，他们不知道一些政策已经为今后的金融市场灾难埋下了伏笔，他们也许认为，这是救市或救经济的必然代价，但终有一天会觉得这个代价吃不消。

覆水难收。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

真假希望

2007年以来,各国政府及金融机构的言行让我想起哈佛医学院的讲座教授杰若·古柏曼(Jerome Groopman)。

古柏曼医师在大陆没什么名气,不过他的书在台湾地区有不少译本。古柏曼的文章带有励志性质,经常通过人的生老病死的案例阐释一些人情世故。

古柏曼写过一篇《真假希望》,说的是30年前的故事。1978年,刚出道的古柏曼到洛杉矶北郊的凯易思诊所兼职。

凯易思医师50多岁,曾受训于史丹佛的肿瘤科,为了造福地方,才来到了这个小镇。在一个炎热的八月天,凯易思向古柏曼介绍了他的一个女病人符兰,由她十来岁的独生女夏伦陪同。

符兰是当地杂货店的收银员,丈夫早已过世。她向来身体健康,却在3个星期前的年度健康检查中,发现大肠的下半部分长了肿瘤。外科把肿瘤切除后,发现癌细胞已转移到多个淋巴结,也侵犯到肝左叶。符兰的结肠癌已到了D期,也就是末期。

这天,凯易思轻松地与她们聊天,然后询问符兰手术至今的症状。符兰说,她的食欲很快就恢复了,没发烧,也没发冷,排便也恢复正常。凯易思为她检查后,对母女俩说:“符兰,你肠子里的肿瘤还有附近的淋巴结都已切除干净了。肝左叶虽然长了几粒小肿瘤,用化疗就可以对付。”然后,他又指出化疗严重的副作用,但它最后一定会消失的。

符兰脸上的阴霾一扫而空,在场的人都松了一口气。

古柏曼看着凯易思与病人的互动,有些惊讶。因为结肠癌D期治愈率极低,这是医学常识。以符兰的例子,化疗只有缓和的作用,也就是减缓癌细胞在肝脏中成长的速度,却可能饱受几个月化疗副作用的折磨,最后仍然一无所获。

凯易思当然知道上述真相,但凭着20年以上的肿瘤科经历,私下对古柏曼说:“我们一定要对母女俩强调病情在缓解。如果我们说明真相,符兰往后的日子

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

要怎么过？万一她恐慌，拒绝接受治疗怎么办？她的宝贝女儿夏伦还在读高中，更不能因此影响学业。”

接下来的3个月里，符兰饱受化疗的折磨，呕吐、腹泻、溃烂和高烧等，她却斗志高昂，女儿夏伦也一样不退缩。

然后，凯易思对着电脑断层扫描的片子向母女俩解释：“这是肝脏，这是我们正在治疗的残存的肿瘤，已经比刚开始治疗的时候缩小了一半。你的病情已经慢慢缓解了。”

符兰听后长叹：“谢天谢地，终于好转了。”夏伦闭上眼睛，低头默默祷告。

单就表面来看，凯易思说得没错，符兰转移到肝脏的肿瘤缩小了50%，病情已“部分缓解”。古柏曼也认同不向符兰母女解释“缓解”和“治愈”的差异，避重就轻当然比较容易。

但1979年的1月初，母女俩神情焦虑地来到诊所。凯易思刚轻柔地往符兰的右侧肋骨下压，她便痛得退缩，大叫“好痛”。

凯易思看了化验报告后说：“你的肝脏周围容易疼痛，血液检查也有点异常，有时化疗也会有肝脏发炎的副作用。我给你开些止痛药吧。”

母女俩走后，凯易思承认自己无能为力了，但把肿瘤恶化说成化疗副作用，才能让她们撑下去，“对她们来说，无知就是福啊。”

两个星期后，母女俩又来到诊所，凯易思却推托有事，先让古柏曼对付。古柏曼看了符兰的新电脑断层扫描报告，肿瘤已恶化到无以复加的地步，又见符兰的眼白黄疸严重，事情不妙了。

古柏曼把报告的结果告诉了母女俩，女儿夏伦马上语气尖刻地质问道，是不是病情扩散了。符兰却自我劝告：“这是凯易思医师说的化疗副作用。”

夏伦仍是追问不已，古柏曼不得不解释当初的所谓“缓解”与“治愈”的区别。符兰听后，泪流满面，夏伦则问：“为什么先前不告诉我们？”

凯易思将近一个小时后才赶到，连说对不起。接下来的几个星期，只要符兰约诊，凯易思就会迟到，他会说，对不起，刚刚在医院处理会诊，或是其他医师要他帮忙。他赶到的时候，符兰母女不是已经离去，就是没有时间跟她们说话了。

古柏曼最后一次见到她们是在三月初，符兰已难以进食了，而凯易思却去东岸度假一个星期。古柏曼终于劝符兰不必化疗了，要把重点放在精神痛苦的安慰上，找牧师吧。结果，还是凯易思告诉古柏曼符兰死亡的消息。

戏剧性的是，神情抑郁的凯易思有一天也被查出胆管癌，这是一种罕见的恶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

性肿瘤，等到诊断确定时，已经失去了有效治疗的良机。凯易思必须马上动手术，他灰心丧气，表示要不是为了老婆，他就放弃了。古柏曼说开刀医师是天才，一定会没事的。凯易思以疲惫的眼神望着古柏曼，说："古柏曼，我太了解你出的招数了。这种招数，我已经用了一辈子了。"

手术后，凯易思愤怒地拒绝每天做化疗，认为它一点没用，只不过是酷刑而已。最后，他还是相信了其他医生的劝告，坚持做了化疗。

奇迹发生了，凯易思的肿瘤不仅"缓解"，而且在5年内癌细胞不再继续生长，真正痊愈了。从此，凯易思彻底改变了一辈子使用的招数。

请原谅我讲了这么长的一个故事。全球经济不是恶性肿瘤，没有彻底死亡的可能，但其中各方面的互动，与凯易思的故事很可能有相似之处吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

领导靠不住

2009年4月16日，台湾地区的鸿海召开股东大会，可谓盛况空前。因为公司的股东人数从一年前的18.8万名暴增至34万名，整整增加了80%。如果他们全是公司的消费者或客户，可喜可贺，但鸿海股东如此彻底的散户化，对股价却不是个好兆头。是的，鸿海在2007年6月21日达到5年来的最高点300元新台币，却在2008年11月21日跌至52.6元新台币。2008年10月6日，鸿海跌破100元新台币时，大批台湾地区股市的散户入场抄底，成交量暴增，却被套住。

散户进场是冲着鸿海董事长郭台铭的魅力。台湾地区的媒体报道，有位名叫张金凤的股东，已经60岁了，2008年8月她把手上的160万元新台币现金全部买了鸿海。张金凤是一家臭豆腐店的老板娘，郭台铭在她店里吃了整整20年臭豆腐。这么多年下来，张金凤总结了郭老板的三个优秀品质：第一，郭台铭每次来吃臭豆腐，总把奔驰车停得远远的，远远地走过来，又远远地走回去；第二，郭台铭埋头吃臭豆腐，不像有些客人向张金凤炫耀自己多会赚钱，他也不像一些大老板，喜欢每次带不同的女生来小店；第三，郭台铭对待店家很客气，有礼貌不苛刻。最让张金凤印象深刻的是，郭董吃完后，会拿出深色手帕擦嘴巴，省下了卫生纸的开销。

“这种勤俭的人，当然可以投资”，张嫂如是说。张嫂没想过，正因为她与郭董的身份距离之大，才使郭董不计较，也不会让她感到不舒服，所谓平易近人嘛。其实，张嫂对自己和臭豆腐店的定位也有偏差。她应该看到2007年之前的几年，在鸿海最风光的时候，郭董一会儿与港星亲密无间，一会儿又与台湾地区名模同台共舞，那才是郭董喜欢炫耀的。我这个人对娱乐绯闻和郭董都没有兴趣，但当时他动静闹得太大，让我也不得不了解一下郭董的私人生活史。

张嫂为此付出了代价，以2009年4月鸿海的股价计算，她还是亏损了68万元新台币，如果以一盘臭豆腐40元计算，她必须不管刮风下雨卖出17 000盘，才能追平损失。

当然，在鸿海的股东大会上，郭台铭的态度十分诚恳，除向台下股东鞠躬道歉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

之外，还表示如果股价没有回来，自己就不退休，等等。

看了媒体的报道后，让我想起自己在 1998 年赴四川绵阳参加长虹股东大会和倪润峰英雄末路的场面。关于那次经历，我在《财经》杂志和其他地方写过不少反思，其中的一点是，不要夸大公司管理层的重要性。投资者不要因为看上了某位所谓的杰出管理人物，就去投资他所管理的公司的股票。

好公司、好管理层与好股票不是同一个概念，但好公司有一个好价格和还可以的增长率，一般就是好股票。而好的管理层与好股票的关系缥缈得很，分不清它们之间大不同的投资者，往往会跌入陷阱。

简而言之，在 20 世纪 80 年代之前，公司的 CEO 没有被普遍神化，从 1981 年～2000 年的大多头市场让 CEO 和投资者都"鸡犬升天"，在投行、媒体与管理学等方面的齐力吹捧下，CEO 成了公司发展壮大的英雄。但 2000 年以后，美国等国家又进入了长期的盘整市场，CEO"金玉其外、败絮其中"的本性不断地暴露了出来。

巴菲特和合伙人芒格多次说过，他们心目中的好公司是连"傻子"都能管理好的公司，因为它们有一条能让其他竞争者无法逾越的护城河。比如，中国移动与中石油等大国企拥有垄断性的护城河，谁当领导都可以，事实上，尽管坊间对这些企业领导经常互换不以为然，认为这是忽略了企业家的重要性，但实践下来，我们看不出他们对这些大国企业绩的影响有什么差别。

美国晨星公司研究主管帕特·多尔西也认为投资界流行的"赌骑师，而非赌马"的观念(即所谓"管理团队的素质比企业的质量更为重要")是错误的。因为，投资界不像赛马场，它是骡子、矮种马和纯种马可以同台竞技，再佳的骑师骑着骡子也肯定无法赢得比赛。

有意思的是，在郭台铭最"倒霉"的时候，他的后起竞争者——比亚迪的 CEO 王传福却风光无限。因比亚迪被巴菲特旗下公司入股，王传福被邀请参加今年 5 月的伯克希尔股东大会。要注意的是，巴菲特是个深通人性与社会心理学的天才，他曾推荐过一位从俄罗斯来美国的白手起家的家具城老板 B 夫人，为似是而非的"美国梦"润色一番。不过，也妄别想巴菲特仅仅会为某位商业英雄而付出过高的溢价。

王传福确实是个人物，否则不会让郭台铭在这次股东大会上罕见地花了半个小时攻击和质疑他，还当场出示比亚迪盗窃富士康商业机密的信件证据，并被台湾媒体公之于众。我不明白其间的真相，没法评论，但投资人最好将公司的"管理英雄"视为股价上涨的锦上添花，而不是雪中送炭。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

劫后余生，然后呢？

2009 年全球相当一部分金融领导和专业人士都在喊经济见底，复苏指日可待，股市也从恐慌性下跌变成了恐慌性上涨，符合我 3 个月前在专栏写的“拉斯普京效应”预期。“符合预期”，我这是有生以来第一次在自己的文章中如是说，赶赶金融业内的时尚潮流吧。

面对一场金融灾难，劫后余生，亢奋一番很正常，但也别高兴过头。抗战期间，在大后方山区公路上，翻车地区往往都不是所谓的一级险区，司机翻车或“打山洞”（车头撞山的战时司机俚语），基本都在“履险如夷”之后的次级险区。而据美国的车祸统计，也以“离家不远”的地区为多，何也？无他，大意失荆州也。

连续几期专栏，我都在讲故事。没办法，半年来，全球各地金融领导和专家讲的许多故事还要离奇不经。他们都是聪明人，不会不知道其中的奥妙，我如果在旁冷冷质疑，不识抬举啊。

这里稍稍提及几个简单的例子。什么叫经济见底？这与金融市场（如股市）的见底不是一回事吧。领导说，用电量很重要，但在 2009 年 4 月份还在跌。5 月份 PPI、CPI 和进出口等数据也在跌，有的还在大跌，这叫经济已经见底？有人喊道，你看，股指已大涨了 6 个月，股指一般先于经济见底半年啊。但我也听说过，股市起来，是因为经济要见底了，所以先行指标应该“先行”。这种循环论证，让人哭笑不得。

其实，经济与股市只有相关性，却没有因果关系。有时，越是经济不好，股市反弹得越厉害，因为经济不景气，搞实业赚不到钱，还不如进股市赌一把。A 股市场就是这么一回事。说不定哪天经济真好了，A 股市场倒霉的日子才开始了。1998～2000 年，中国经济不佳，股市却被挑逗得红红火火，其后，中国经济慢慢起来，A 股却开始要人命。2004 年，全球经济蓬勃发展，中国也早已发力，全球股市一片涨声，A 股却不慌不忙地从一波大反弹高点（上证指数1 700多点）往1 000点的底部滑去，一直到 2005 年年底才爬起来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我还听到许多看似乐观、实际含混的说法，比如，跌幅在缩小。经济好不好？乐观地说，是转好；悲观地说，是还在跌，没见底。最奇怪的是，所谓低于预期。数据跌了 30%，只要预期是 31%，这就是好事，理应看涨。问题是预期何来？来自一帮专家的预测，这是很主观的。为什么这么看重预期？是人们认为预期已反映在市场的价格和心理中。但这恐怕是个假说吧，谁验证过了？大家也就这么听吧，反正高于预期，多么漂亮的感觉，没想到还是跌了 30%。

障眼法还有许多哩。我们假设全球很快或已经到了底部。但见底就是“复苏”？更重要的是“复苏”肯定不是回到从前（高点）。然而，由于经济刚从 2007 年的景气高点下落，人们会很自然地把见底、复苏、回到高点联系在一道。从演化的角度解释，人们需要正确处理这些经济概念和图形，最多也就是几百年的历史，比起几十万年的人类演化史，时间太短了，人们还没准备好。如果有聪明人故意误导，我们被搞糊涂很正常。

好在人们理解一些生活常识。金融危机，百年不遇，就像一个人出了车祸，急救，没死，再急救，没成植物人，这叫见底吧；他慢慢地能清醒地讲话喝流汁，这叫复苏吧；然后他又慢慢地起床和锻炼，这叫恢复增长吧；最后经过一段时间之后，他终于可以走路工作，这叫开始成长吧；至于他最后和过去一样，健步如飞，这才叫高增长吧；当然，他要当心下一次车祸了。而最应该当心的是，他还在慢慢地恢复身体健康时，却让他干起体力活来。

具体而言，2009 年的 GDP 还在努力“保 8”，而不少人的市场情绪已感觉到了 2007 年年底的 13%的再现，我认为，这不仅仅是人性的狂热，也是不少聪明人故意引导的结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

华人杰出投资者素描

SAC 资本管理:江平(美国纽约)

我很喜欢江平,尽管我们从未见过面。

2006 年 11 月中旬,建红去美国拜访了华尔街的四位华人投资者,第一位便是 SAC 资产管理公司的江平。

由于时差的关系,我于 20:00 坐在上海家中的书房里连线采访在美国的江平。过去,通过越洋电话与朋友聊天或与陌生的采访者谈些事情还是可以的,但要进行这样一篇深入的思想性很强的电话访谈,双方又是如此陌生,我还是第一次,所以觉得有些紧张。加上首次采用电话录音,很担心边操作边采访会出什么问题,精神怎么也集中不起来。

而且,我刚问了江平几句话,双方就出现了沟通上的困难。在采访前,我们曾给了江平一份简单的提纲,他也作了一些简短的回答。我拿着江平的纸面答案提问,他似乎答非所问且对他要回答的“事实”感到迷惑。直到第二天返回 *Value* 杂志社,我才发现是这份答案出了毛病,原来江平传给我们的答案是手写稿,我为了看得清楚些,请一位助理编辑用电脑打印出来。这位助理编辑人很好,但有时会热心过头,出些匪夷所思的差错。江平对他目前工作单位的介绍用的是英文,她便自说自话地翻译成中文,江平变成了一家大型共同基金旗下的对冲基金经理。目前确实有个别共同基金公司在旗下安排几只对冲基金,无非是从商业销售出发,并非主流。所以,我对这种安排颇感奇怪,便问江平是什么道理,无论如何也没想到是因为他的答案被有条理地“篡改”了。我早就感叹,天下最麻烦的不是明显的错误,而是似是而非的错误,所谓阴差阳错,它会把人害得很惨。

江平更不知道发生了什么事,他只能耐心地向我介绍共同基金和对冲基金的区别。我边听边暗暗叫苦,又不能强行打断对方的话头。但好不容易绕开了这个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

"陷阱",我问了另一个问题,又发现江平有些糊涂(我可爱的同事又热心了一回)。

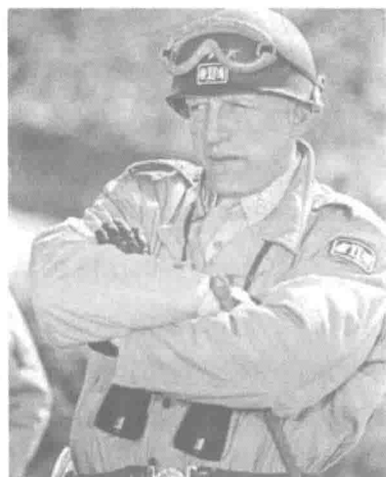
我当时真有些抓狂,不知问题出在哪儿,我手中的这份答案似乎不是江平自己写的,而是来自另一位受访者。我已无法靠这份提纲发问了,怎么办?怎么办?

时间就这么几分钟几分钟地过去了,建红插话道,因为他们所在的办公室马上要进行交易了,他们要转移到另一个地方才能继续采访。

尽管中间只隔了不到5分钟,我还是迅速让自己镇静下来。如果双方在现场,只要拿采访稿核对一下,误会便会消弭,但现在在电话里千万不能为这事纠缠不休,否则双方不可能进入状态。我决定利用自己多年的实战经验,不要什么采访提纲了,完全顺着江平的思路对话,紧紧咬住话题不放,也许会有转机。果然,江平意识到我颇能领会他的思路,很快进入了状态,滔滔不绝。

江平是个出色的将才。在中国的语汇中,将才诚然不错,但帅才更行,比如韩信和刘邦。史书记载韩信能领兵千万,而刘邦却能率领韩信等多位将才。其实这话是韩信说给刘邦听的,目的是防刘邦猜忌,结果,刘邦还是猜忌了,把韩信给杀了。因为刘邦看不出韩信为什么不能取而代之,也就是从将到帅,如果韩信想这么干的话。

换句话说,只要将和帅代表着一种权力的等级次序,所谓将才不会安分,因为他发觉处处受到限制,英雄无用武之地。在中国的投资金融机构中也是一样,权力是第一位的,将只是帅的助手而已。



巴顿将军
(图片来源:百度图片)

这就把真正的将才给扭曲了。什么叫将才,就是他无比热爱自己的专业才能,很多时候并不长袖善舞,而是一门心思地投入,去战斗。将才的一个显著标志是爱到前线去,而且喜欢像一个士兵那样待在第一线。而一个帅才可能为了显示一下自己多么热爱士兵,鼓舞士气,会去前线视察视察,说声同志们你们好之类的。但要让他们老待在前线,第一是整个战役由谁来组织和指挥?第二,他们最容易牺牲,因为他们不像将才那般对飞来的子弹敏感。

在我的理解中,帅才是帅才,将才是将才,各有自己的天赋和擅长的领域,没有什么可比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

性。将才巴顿将军是个军事天才，杜鲁门总统是个帅才，也是各干各的事。当军事转化为政治时，巴顿不服不行，但这只是领域切换而已（当然，杜鲁门的终极权力确实比巴顿大，就像他可以撤换另一位将才麦克阿瑟一样）。在一个团队中也是如此，做投资，将才是内行，帅才相比是外行；但进行管理，帅才是内行，将才是外行。也有人将才与帅才兼得的，如巴菲特。现在巴菲特的接班人难找，是因为像巴菲特那般有投资才能的人有，像巴菲特那般有管理才能的人有，像巴菲特那般有公关才能的人也有，但要三合一，就难了。

说了那么一大通，无非是加深我们对江平的将才的认识。

唉，我提起江平就滔滔不绝，倒不是对别的投资者兴趣不大，而是他确实适合被"说事"。我猜他一定读过《股票作手回忆录》，而且深有同感。尽管许多投资人都看过这本书，可像江平这般可写的人还真不多。假以时日，若与江平合作，写一本新《股票作手回忆录》，一定不错。

你看江平在访谈录中所说的那个老交易员，多神奇。我们平日最害怕的事情是站错了队或把行情给做反了，即把熊市看成牛市，把牛市看成熊市，犯了路线错误，南辕北辙。这老交易员可好，把市场方向给看错了，却能且战且退，浑水摸鱼，一年做下来还能不赔不亏，按江平的话是："他败而不乱，败而不溃，善败。"

至于江平说的自己那个故事，我是把它当作武侠小说来读的。关于衍生品交易，我觉得很多情况是有意无意想把人搞糊涂的东西，连巴菲特收购了通用再保后，都为公司遗留下来的大量衍生品交易的合约所苦，把这玩意儿称为"大规模杀伤性武器"，在几年的股东年报上都抱怨不已。江平初到美国，为了养家糊口，不得不批改 MBA 衍生品交易的试卷，如果按程序来，费时费力，就赚不到什么钱了。江平经过磨炼，光看图形就能估算出价格。后来他来到雷曼兄弟国际公司，开始只不过是"打杂的"，但有次一位客户问三个月前日元的衍生品价格，江平脱口而出是 1.45 左右，而其他专业人员经过 20 多分钟的计算，才得出 1.48 的结果。于是，江平得到了第一份工作。

我写这段文字，距采访时隔半年了，如果说当时有什么冲动兴奋的话，现在沉淀下来的文字应该是冷静的。我在与投资人士交谈时，尤其注意他们是否具备投资思维。按我的眼光，这种人已经不多了，然后还要有独特的投资思维和天赋，那就更少了。

记得江平曾对我谈到未来 100 年最看好的国家是阿根廷，我当时一愣，真是有点吃惊。很多人都知道 100 年前美国和阿根廷的经济生活处于同一水平，就像

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

今天的中国和印度,人们都极看好它们未来的发展。但一百年后,美国与阿根廷有天壤之别。这个故事成为世事难料的典型。然而,我还是第一次听到再过一百年后阿根廷还会成为最有潜力的国家的说法。是真是假?百年之后我们已入黄土。但这不是最重要的,重要的是,江平能跳出早已成为思维定式的阿根廷老故事,出色地逆向一次,不简单啊。要知道,逆向思维是包括投资在内的所有杰出商人所应具备的优秀品质之一。然而,逆向投资不是什么东西都逆反,不像"阿凡提的驴子,你说东来我向西",而是能跳出框框想问题。我们经常会提倡逆向思维,因为它很稀缺。

我们很希望再见江平。

首华投顾:黄庆和(中国台湾)

我和建红一起在电话中采访了台湾地区的投资者黄庆和。

黄庆和在台湾地区共同基金的职业生涯可谓完美,正如采访中所列举的,1992～2005 年取得了一系列的佳绩,该拿的奖项都拿了。黄庆和 2006 年 9 月创办了自己的投资公司。我明知故问:为什么出来干?黄庆和的回答也不出人所料:在共同基金这行做到头了。

2007 年,大陆股市正经历着一轮大牛市,不少人拿它与 20 世纪 80 年代末台湾地区的股市做比较。确实,两个股市在大背景上有相似之处,1986 年,台币兑美元的汇率是 39∶1,到 1989 年已升值至 24∶1,升幅超过 35%。当时台湾地区上市公司比大陆少,只有 100 多家,大盘从 1986 年的 700 多点一直猛涨,1990 年 1 月股市达到12 400点的顶峰,短短 4 年多时间,股指涨了近 17 倍(房价涨了 6 倍),平均市盈率最高为 80 倍。

我们关心的是黄庆和与他们管理的基金这个阶段在干什么。黄庆和的回答是,在 1992 年之前的 6 年时间里,基金年复利率为 24%,成绩突出。黄庆和的老板是个非常具有投资眼光的人,在股指涨到9 000点时开始采取保守策略,12 000点时,基金的股票仓位已降到 50%以下,所以,在台湾地区的基金大多蒙受重大损失时,他们的基金却能全身而退。

黄庆和告诉我们,他学到的重要一课是卖比买更为重要,因为卖更需要经验、智慧和专业技能。

在采访中,黄庆和几次提及他对各种投资流派都烂熟于胸,通过梳理和借鉴,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

并在分析研究中加以应用,最后形成了自己的投资方法。

这看似简单,然而正如黄庆和所言:“当时台湾(地区)这么用心和努力的基金经理不多,大概也就一两个,很多人只是把投资经理当成不错的工作,没有人当成事业。”

黄庆和最佩服的人是最早论述成长股合理性的菲利普·费雪,这在以中小企业为主的台湾地区市场上尤为合理。黄庆和对巴菲特的理解也很有意思,他认为:“喜欢未来是我和沃伦·巴菲特的相同之处,不同之处是他喜欢确定性而我喜欢不确定性,因为我相信不确定性带来的回报要高些。巴菲特把英特尔、微软、雅虎等公司当成不确定,而我不这样认为。”而且,黄庆和觉得喜欢不确定的未来(好奇心)是自己性格中最适合做投资的一点,另一点是坚定的投资信念(执着)。

由于近8年来台湾地区陷入各种动荡之中,股市不免大受影响,殊为可惜。但黄庆和认为台湾地区市场非常有潜力,因为一般而言,台湾地区上市公司的质量较高,公司经营得很好,台积电、鸿海等公司都已是世界级的大公司。加上台湾地区上市公司的管理水平普遍较高,成本控制取得长足的进步,管理层的经营中规中矩。就公司治理和竞争力方面来说,我国台湾企业比日本公司还好。

我们2007年年初采访黄庆和的时候,台湾地区股市的平均市盈率是14倍到15倍,从表面上看,韩国市场的平均市盈率比我国台湾低,但它们大多是景气循环型企业,而台湾地区基本上是成长型企业,因此,韩国市场的股价实际上要比我国台湾贵。

我颇为赞同黄庆和的观点,台湾地区股市是价值投资者应该关注的地方。

Oppenheimer 基金:李山泉(美国纽约)

李山泉是个挺有意思的人。

在访谈李山泉之前看了一些有关他的媒体资料,觉得他很擅长讲故事,或者说他出国前的故事很多,资历很老。问题是,我没有看到李山泉在华尔街工作这么多年比较有价值的经验之谈,只说他有个“神秘”的分析系统。说“神秘”,是因为我反复在字里行间寻找比较准确的定义,可就是找不到。

建红在美国拜访李山泉,原定在北京时间深夜12点左右,但李山泉还在开会,等我们联系上已过了大半个钟头。按惯例,我先问李山泉在公司里担任什么职务,没想到李山泉在电话里冷笑道:“中国人啊,就喜欢级别,其实做投资的,基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金经理是最重要的。"我也有类似的观点，那就是诸如投资这种强调个人创造性的地方是没必要凸显权力等级的。但在中国，什么地方都是官大一级压死人，谈不上什么真正尊重专业人士。我刚发问，李山泉就显得不屑一顾，给人以压力。

接着我问了一些黄金行业的基本问题，李山泉似乎不耐烦地答道："这些知识在书里都有啊，如果我要说起来，恐怕也可以写几本书。"呵呵，这些知识书里当然有，可我们要听你自己的理解，哪怕是你把书本知识背一遍。采访到后面，恐怕是纽约的下午1点多，李山泉又在催促我们，是不是该结束采访去吃午饭了。

很明显，李山泉极不信任媒体。

但我理解这是怎么回事。

我自己是做媒体出身的，也经常被媒体采访，我得出的经验是，最好拒绝媒体采访，尽管这样会得罪媒体，但总比你被折腾得筋疲力尽好。以财经媒体为例，大部分领导就不强调专业性，上行下效，有才能的记者早就转行了。武大郎开店，总以他的高度衡量别人，被采访者再有水平，说了也是白说。其实，最糟糕的问题还不在平面媒体。我曾在电视台工作过，发现记者和编辑大多只不过把采访对象当作道具，任意剪裁。聪明的记者索性拉几个托儿，让他们说准备好的台词，这样更省力，连编辑都不用了。所以，我一般听了记者的一些采访目的和介绍后，马上表示："我知道你要我说什么，可我不想说。我想说的，你也不会写下来或拍下来。所以呢，就不必浪费时间了。"这样，我在圈子里的口碑可能不佳，但我不想演戏。

李山泉这么聪明的人想必也深感此中的烦恼。从阅读李山泉过去的媒体采访中，我猜他采取了一套策略(可能是无意的)，那就是"以势压人"，让记者不得不放弃自以为是的见解，跟着他的思路走，做个秘书吧。而这样的话，记者又变成了"崇拜者"，一大堆的颂扬话，就出现我开头所说的"李山泉印象"。而李山泉只要有自知之明，也会讨厌这类文章的。

我在采访中也能感受到李山泉这股气势。我想，要是一般的记者的话，肯定会被反问得自信心全无，最后只能听凭李山泉自我发挥，却搞不清他在说什么。还好，我这个人心理比较坦然，术业有专攻，李山泉不管从年龄还是从资历来看，都是我的前辈，不管他再怎么不以为然，我就虚心学习呗。

采访完后，我一直没把握会整出个什么东西，但当助手把录音整理的初稿交到我手中后，才如释重负，看来我的坚持还是对的，李山泉发挥得不错。当然，如果我们再次采访他，会更不错。

我们把采访稿传给了李山泉，他很快回复道："文章我看了，这是我看到的最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

满意的一个版本。尽管网上流传着很多对我的报道,但都没有从专业的角度客观地介绍我的情况,这是一个很好的采访,客观、符合实际,因为我最怕人家抬高我。我读了任何抬高的文章后,心里都会不好受半天。”

我猜对了,李山泉是带着不信任情绪接受我们采访的。但我认为他是个好人,其实他完全可以拒绝我们的采访。他很坦诚,对自己的要求也很高,极有可能是个完美主义者吧。

其实,我是蛮佩服李山泉的,也对他的“黄金术”感兴趣。正如他所说的那样,除了科技股之外,金属股也是一个有可能获得 10 倍甚至 20 倍回报的行业。但这除了运气的成分之外,还需要独特的行业经验,才能鹤立鸡群,而李山泉确实干得不错。

一般说来,投资包括黄金在内的金属股是很讲究大势的,也就是基本的供需情况,所谓的自上而下的方法。不过,我觉得李山泉的真正独特之处是他选择行业中优秀公司的能力,正如他在采访中所说的:“实地调研重要也不重要,具体要看是什么矿和什么公司。如果你连某家公司的基本信息都没有掌握,调研就没多大用处。公司想骗你非常容易,因为矿是地下藏着的东西,你亲自到矿洞里去看也没用”,“对企业有基本的信赖是投资的基础,在此基础上你才能通过调研的感性认识印证管理层跟你讲的东西有多大的水分”,“实地调研是对一家公司更直观、更全面的了解和印证,从这点上说,调研非常重要”。

在我看来,对黄金用途和价值的认知是常识,但其产生的过程实在超出常识,这可能是投资黄金股的一个大难题。李山泉坦承自己也有过失误,如“加拿大有一家公司的老总说他们正在墨西哥利用堆积法采金,他信心满满,但是他们在技术上出了问题。堆积法本来是一种很成熟的方法,肯定是他们在堆积过程中设计堆积矿的结构出了问题。本来这个方法是在堆积以后把化学药剂放上去,金子就从矿里稀释出来。结果他们虽然花了巨额资金,却没有稀释出黄金来。”

李山泉已说得较为详细了,但我还是想当面再讨教许多投资金属股的细微之处。

Avenue 资本集团:姚毓林(中国上海)

《华人杰出投资者》策划之初,我们就想到了姚毓林,但他一直不愿意接受采访。半年后,姚毓林的华安基金管理公司副总经理三年任期已到,将加入一家美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

国基金管理公司并负责其大中华区证券投资业务，建红、我与他一起吃饭，我们再次提出采访的要求，他总算答应了。

2005 年我与姚毓林初次见面时就觉得他是个君子，有很好的教养，彬彬有礼，热心助人，但有自己的原则，别人很难动摇。姚毓林说这次去新地方，是可以安安静静地带一支团队，做自己想做的事。回国前，姚毓林在美国一家发展得不错的对冲基金工作，收入当然要比华安基金高多了，所以后来对冲基金的老板每次见到他便会开玩笑地说："如果你还在我们这儿，账上应该有多少多少钱，我还跟你记着哩，欢迎你再回来。"

姚毓林的一个特别之处是他回顾了一个中国内地的读书人怎么来到美国，然后在华尔街做事的成长经历，应该是比较典型的。这可能也是黎彦修与江平等几位在华尔街工作的中国人士的心路历程，他们一般都有很好的理论学术背景，出去的时候也未必是想去华尔街赚大钱的，由于有很好的学术训练基础，他们都成功地转型为优秀的投资者。

姚毓林多次强调自己不属于杰出投资者。其实，姚毓林是较早进入数量化投资这一领域的内地华人。记得在 20 世纪 90 年代中期，华尔街流行过"火箭科学家"的说法，我还组织过报道，我猜想姚毓林也算是其中一位吧。1998 年著名的美国长期资本管理公司事件至今仍被人讨论和研究，姚毓林提到了一个不为人们所注意的事情，花旗集团买下所罗门兄弟公司之后，1998 年年初开始解散后者的自营盘，到 5 月份解散完毕时，许多优秀人才都离开了，如此庞大的组合交给了一般的人管理。如何有秩序地处理这些组合是很有讲究的，可惜它是在一个不太有纪律性的情况下执行的。事实上，长期资本管理公司的主要领导人就出自所罗门公司，两者的风格非常接近，所罗门自营盘的无序解散加快了长期资本管理公司崩溃的步伐。这一事件对当时笃信数量化投资的姚毓林具有警示作用，迫使他做出反思。第二年，姚毓林开始了长达 5 年的对冲基金管理生涯，公司的主要人物都是资深的以基本面分析为主的杰出投资者，这就为他提供了很好的学习与转变的机会。最后，姚毓林能够比较辩证地看待各种投资风格的利与弊。

姚毓林在华安基金公司的最后一年里发生了总经理韩方河被关押的事件，但这事发生在姚毓林进公司之前几年，即便姚毓林在公司内，谁也不会联想到他。建红对他说过一句话："如果当时不是你在的话，我们更难信任华安基金了。"事实上，姚毓林非常强调道德诚信在投资尤其是代客理财机构中的重要性，姚毓林几次提及老虎基金的创始人朱利安·罗伯逊，他的道德力量对公司的团队与投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的影响力很大。后来老虎基金因拒绝参与美国20世纪90年代末的科幻大泡沫，在泡沫崩溃的前夕解散了。那时人人都在泡沫中赚大钱，老虎基金却输了这么多钱，但几乎没有一个投资者责怪罗伯逊，更不要说对他提起诉讼。从老虎基金出来的人也几乎没人说过罗伯逊的坏话，这在激烈竞争的对冲基金江湖上是很不容易的。


老虎基金的创始人朱利安·罗伯逊
（图片来源：百度图片）

姚毓林当年所在的对冲基金的老板与巴菲特和罗伯逊等大师都很熟悉，有一次姚毓林代表老板参加会议，与巴菲特在同一张桌子上共进晚餐，同桌的人纷纷向巴菲特请教，弄得巴菲特都没法好好吃饭。这天的饭菜特别多，谁都没法把它吃完，巴菲特竟然吃完了，姚毓林发现巴菲特未必胃口惊人，无非是他不愿浪费，努力地把饭菜吃完而已。

Citic 资本管理：叶静儒（中国香港）

叶静儒是我们这次《华人杰出投资者》采访活动中唯一的女性。

她是位很认真负责的人，在采访前，我们都会把书面问卷发给被采访人，有些人可能实在太忙，没有填写，而叶静儒填写得最为仔细，这为我们事后的整理帮了大忙。

那天我们和叶静儒在上海浦东香格里拉大酒店一边喝早茶，一边采访。她并不是那种光彩照人的女性，很朴素，可以做好朋友。我有一位在外资银行担任高管的女性朋友，与叶静儒很相像，你和她们接触，不会觉得她们有什么特别之处能在这个“男权”至上的行当中胜出，可是，正如我的那位朋友，她在哪儿都受欢迎，因为她勤勤恳恳，老老实实，最后成绩斐然。她们又是很好的母亲和妻子，把家务打理得井井有条。

当然，我没有仔细了解过叶静儒的生活，我们没有熟悉到那一步，但我已感受到她那种真诚待人、朴实无华的态度。大约半年后，我又与叶静儒在同一家酒店的酒吧里见面，叶静儒特地把她的一位投资导师 Agtmael 的新著《新兴市场世纪：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

世界级的后起之秀们如何领跑世界》分别送给建红和我。聊着聊着，她知道我爱看书，就从手提箱里拿出一本台湾地区的投资人出的新书，说自己正在看呢。我对她说，在大陆买境外书籍不方便，如果以后她有机会的话能否带几本给我看看。叶静儒一听，马上把手中的书送给了我。一般说来，老朋友都不会做出这种举动，何况我和叶静儒只见过两次面。

回家后，我马上翻阅了《新兴市场世纪》，从书中可以看出，Agtmael 投入新兴市场的时间很早，资格极老（“新兴市场”就是他在上世纪 70 年代初发明的新词儿，以前叫“第三世界市场”）。写新兴市场的人一般只能谈宏观谈大趋势，偶尔举几个例子，Agtmael 则不然，他介绍了大量的新兴市场的行业与公司，如数家珍。我们不说 Agtmael 的投资理念与经验多么高明，就以他对亚洲市场尤其是上市公司的认识程度，没有几个中国人能做到这一点。

叶静儒也继承了这一点，她很勤奋地跑上市公司，与管理层频频接触。她的注意力并不在透明度较高的大国企，而是那些似乎不起眼却成长性高的内地上市公司（主要是民营企业）。叶静儒在投资内地上市公司前，用力最深最早的就是有名的成长股——台湾地区的鸿海，她不管到哪一家投资公司就职，都会买入鸿海。

叶静儒的另一个特点是对行业的周期性较为敏感，在采访中，她当场拿出了一张描述手机行业变化的景气图。2005 年手机处于高速成长期，整个市场的增长率是百分之十几，而那些专门制造 IC 卡、麦克风、外壳的手机专业零件商的增长率超过 20%，有的甚至高达 60%，叶静儒就投资了好几家这样的公司，赚了很多钱。叶静儒对手机行业周期的判断大约是 24 个月，这段时期内这些公司的爆发力非常强，订单接不完。2005 年是手机行业增长的最高峰，相比较而言，2006 年行业仍在增长，但动能已经衰退，2007 年会更差，这时叶静儒就以观望为主了。

叶静儒有时也通过行业的上下游关系寻找好的企业，2006 年叶静儒在新加坡市场赚了不少钱，投资的公司大多与食品有关。中国内地的雨润和双汇很有名，早就受人关注，叶静儒找到了一家做大豆相关产品的山松生物科技，它主要生产雨润、双汇等香肠中一种以大豆为原料的黏合物，这样也收到了很好的投资效果。

就企业的成败而言，中小企业经营者未必比那些大公司的名牌 CEO 发挥的作用小。叶静儒还自认有一个长处，就是拜访过这么多的公司，很多公司的负责人也许只给了她 1 个小时的时间，但她能在如此短的时间里问到最关键的问题，这是一个很高明的技巧。“以后就算我不再从事投资这行，也可以在公司里当顾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

问,因为我有能力去判断这个产业的状况如何,并给他们一些建议。"

个人投资者:张涵(中国深圳)

张涵是我们的第一个采访对象。

在此之前,我对张涵一无所知,但建红对他很推崇,说他一定不会让我失望。

采访地点是在我们 *Value* 杂志的上海办公室中进行的。初次见面,彼此都有些拘谨,但张涵还是谈出了不少东西,如张涵说到当年在东方电子调研的情形,正巧我当时也在那儿,他所描述的情形很真实。

以后的几次交往更让双方觉得颇为投缘。我到深圳去,我们坐在他家的社区湖畔,可以交谈一个下午;他到上海来,我们在办公室能聊一个整天。我们谈的不仅是投资,还有大千世界中的各种故事。

张涵还给我看他写的每周投资札记,我记得那天把一大堆文字打印出来,晚上坐在书房里慢慢看。张涵的文字很好,思路更佳,他说自己喜欢香港《信报》上孔少林写的"原是物语"专栏,我亦有同感,而且张涵与孔少林的文风确有相似之处。

张涵是个从"边缘"到"主流"再到"边缘"的人,所谓的"边缘"与"主流"都应该打引号。我和他的经历和心态颇为相似,也许这也是我们双方有种默契感的原因所在。张涵一定想过要有大作为,但最后还是无奈地退隐了。若时间能倒推 10 年的话,我一定会认为他现在的处境太可惜了,但我现在觉得他这样很不错很正常,心态也很好。

我以为,张涵喜欢现在这种田园诗般的生活与他的道德感和责任感有莫大的关系。在许多人都通过信托计划来做私募基金时,张涵就跟我说,这是向投资者双重收管理费,很难给投资者创造价值。2007 年年初股市很火,张涵到上海来了,说是给他的客户做心理"按摩"。我问他,是不是他的业绩相对跑输了大盘,所以客户有意见? 张涵说:"不是,我的业绩很好,正因为很好,客户还会继续把更多的钱委托给我。但我认为客户这种预期是不正确的,我拒绝了他们的要求,所以我来上海做解释工作。"

在今天的世道,很多人一定会觉得张涵不可思议,但我极能理解他,正如我主编的 *Value* 杂志避开了许多通行的商业手法,许多人也不理解。我们也许都太爱惜自己的羽毛了,不愿冒有可能被人指责的风险,或者说皮不够厚,根本不是做商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

人的料。当然，有些事情是无法勉强的，否则，我们也不会甘于寂寞与田园诗般的境遇了。

张涵是个读公司年报与研究报告极勤快的人，并把它们视作连续剧。我这几年对上市公司关注得不多，在这方面没法与张涵全面对话。有一次，张涵、建红与我一起吃饭，建红毕竟还在管理保险公司的投资，他向张涵问了许多上市公司的情况，张涵如数家珍，一一道来，很神。有两次，我也向张涵讨教一些新能源和高科技上市公司的情况，他说得也是头头是道。

下面我摘录一些张涵给客户的研究报告札记：

关于替代能源，目前技术最成熟、应用最广泛的是燃料乙醇，然而在目前的技术条件下，却不可能成为影响石油供给的重要因素，倒是会影响农产品的价格。结论是生产燃料乙醇的公司，市场很热，但未来不一定能持续挣大钱，应看淡。生产农产品的公司，属重大利好。农产品多了一个重要用途，除非油价暴跌，农产品价格一定易上难下，公司效益有较大改善，而对以农产品为原料、做农产品加工的企业则是利空。

煤变油：第一，煤炭也是不可再生的资源，煤变油只能是石油的补充，而不可能完全取代石油；第二，只要油价维持在45美元/桶之上，煤变油就是个高盈利的项目，在投资上不能错过。

风力发电：第一，应该乐观地看待能源问题。只要油价维持在高位，能源问题总会得到解决，要相信人类的智慧；第二，风能的潜力巨大，清洁、可再生，无论怎么评价也不过分；第三，我国的风力发电即将进入高速成长期，商机无限，不可错过；第四，目前的政策和定价机制下，挖金子的不如卖铁锹的，在中短期内，风力发电很难赚钱，卖风力发电设备的会大获其利。

太阳能电池：除了无锡尚德之外，国内的上市公司也有近十家投入巨资染指这个行业。国内、国外的股票市场对这类新能源行业寄予很高的期望，股价居高不下，但短期盈利肯定是跟不上的。美国、澳大利亚没签《京都议定书》，穷国付不起高额补贴，整个行业靠欧洲富国支持，现在基数小，没问题，规模大了，也会付不起。所以，迅速降低成本才是解决问题的关键。太阳能发电是十年以后的产业，是二十年后的重要产业。前景光明，道路曲折。从这个角度看，尚德、天威的股票短期都高估了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

张涵有时也抒情，颇富才气："时光匆匆，激情燃烧的2006年过去了，2007年到来。《静静的顿河》中有一句话，'又是一年过去了，老年人变得更老，年轻人茂盛得像坟上的青草。'几年熊市，消磨掉绝大多数股民对证券市场的信心，忽如一夜春风来，新的股民、基民茂盛得像坟上的青草。"

张涵谈到投资能够长期取得优异业绩的核心因素：

这一定是研究的成功，你的研究宽度、深度和你的投资方法、你的性格必须完美地结合。这肯定也是投资理念的成功，投资理念多种多样，没有对和错，就如同刀枪剑戟，不分高下，关键是要用熟、用精，变成本能。核心应该是生活方式的成功，上述的种种都会反映在你的生活方式里。有所得一定会有所失，要想清楚你最想要的是什么？花钱比挣钱更消耗精力，做到一定高度后，你只能顾一头。基金管理是一个孤寂的行业，很残酷，缺乏包容，好就是好，不好就是不好，没有任何借口，能忍受这种折磨的人少之又少……这个行业，年龄不是劣势，但要几十年如一日保持激情和热爱，确实不易做到。

有意思的是，做私募的张涵也在对他的客户聊如何投资共同基金："还有一条可作为参考，读基金招募书，如果董事长或总经理是基金经理出身，可多加留意。因为基金公司的前台、后台、投资、研究上总存在着各种各样的矛盾，干过的有理解，资源会有所倾斜。"

这大概曾是共同基金公司总经理张涵的夫子自道吧。

上海证大：朱南松（中国上海）

朱南松，讷于言敏于行。

但与我第一次接触，他却直言不讳。饭桌上，他的一位同事也是我的老朋友客套地吹捧了我一番，说我的文章会传诸后世之类。朱南松突然对我说："老张，我看你的文章也就是我们这些人读读而已，要传下去恐怕谈不上吧，你说呢？"我呵呵乐了，我虽不如英国诗人济慈的墓志铭上的"我的诗写在水上"那般超脱，但自知之明还是有的嘛。

按朱南松的性格，他一般不会说这种让人扫兴的话，但他说了，说明他对我有了解也信任。于是，我们彼此交往得很愉快，经常利用午餐聊聊天。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2005年年底,*Value*杂志开了次小型圆桌会议,请朱南松和景林投资的老蒋等人发言。朱南松认为中国股市已进入极富有价值的投资区域,应加大杠杆买入。会议快结束的时候,朱南松又提出了市场将迎来"大股东时代",即由于股权分置问题的解决,上市公司的大股东终于有动力也有条件安排自己的股票了。所谓"安排",只可意会不可言传吧。我对朱南松这个概括很感兴趣,便以《大股东时代》作为2006年2月*Value*杂志封面故事的标题。2006年尤其2007年中国的股市果然印证了这一点。当然,从今天的情况看,称之为"大股东操纵时代"也未尝不可。

2006年年初,朱南松又跟我聊到,中国股市极有可能重演日本泡沫经济,比如证券公司的股票会疯狂上涨,而内地的中信证券也可能如此,可惜,我们缺乏第一手翔实的资料。不久,朱南松迅速组织了一个考察团,去日本走访业内人士,回来说收获很大,又与我津津乐道了一番。

到了2006年年底,他终于将在日本调研学到的东西用在了投资上,那就是泡沫时代券商股一定会狂飙突进,可以寻找那些持有券商股的上市公司,果然大赚一笔。

朱南松最喜欢说的一个词是"印证",我认为他是说到点子上了。投资这东西,最后当然是以成败论英雄,再好的理念,再好的主意,亏了就是亏了。但在投资的过程中,如何验证你是正确的呢?要知道,行为金融学告诉我们,人总是喜欢过高估计自己的能力,买了一只股票,大涨3天,算是成功?买另一只股票,大跌3个月,真的是失败吗?趋势交易者的答案是肯定的,但另一些投资者(例如价值投资者)却不这么看,为什么?这不是仅凭信念就可以自圆其说的,它需要投资哲学,如索罗斯信奉的是波普尔开放哲学,新一代美国杰出的价值投资基金经理比尔·米勒的思维基础是实用主义哲学,它们都是研究如何印证主客观匹配的学问。当然,像许多优秀的职业投资者一样,朱南松并没有明确概括他的哲学,但我相信他在不断地探索和总结。朱南松近两年确实也对哲学颇为热衷,在复旦大学读完了东方哲学课程,又开始读西方哲学了。

有一次,我和朱南松谈起股市泡沫何时及如何崩溃的问题,他随口说出了"物以类聚"这词儿,也就是当一件大事发生或逆转时,必然要有许多因素同时促成才行。我可是第一次听到人们这样来使用"物以类聚",我猜,这是朱南松学习东方哲学的结果。

自然,朱南松更多印证的是数据和定量。有一次,他看了我的彼得·林奇投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资读书笔记后,马上去翻林奇的原书,发现林奇对周期股的定量描述很有价值。又有一次,朱南松提到我20世纪90年代初在上海证券报社时编的那本《海外九大基金经理访谈录》中有几个人同时提到某个技术参数,他便认真琢磨起来,后来觉得确实有用。

对朱南松的访谈是由几次采访合成的,时间跨度较长,这也是《华人杰出投资者》中采访次数最多的一篇,原因是朱南松在上海,我们比较容易做到这点。

朱南松讲得最投入的一次是回顾他自己的投资生涯与得失,到最后,我看他是欲罢不能。我一开始就说了,朱南松讷于言,但一旦认真谈起来,很有内容与思路,尤其是谈到他在上海大厦营业部的经历时,很让我动容,那时我正在对面的浦江大厦的上海证券交易所工作,也经常上那儿找朋友聊天。我们当时不认识,但都很年轻,一晃17年过去了,却能在一起回忆往事,共享今天和展望未来,不亦乐乎?而当朱南松讲到在“3·27”事件发生那天,他顺利地出完货,走出去玩玩,回来却发觉天地变色,那种神情又颇为天真。

坦率地说,我对坊间的许多所谓的投资高手的故事将信将疑,而朱南松的回忆可信度却很高,正如在另一篇的访谈中投资者张涵讲的一些事情,我也亲历其中,只不过当时我和他不认识而已。这是最好的印证。17年前,我曾采访过一些中华人民共和国成立前的股市经纪人,当时很为难,他们讲得活灵活现,我却无法辨别是真是假,更准确地说,我无法重建当年的整体情境,最多是在细节上玩些技巧而已。比如,有一位老经纪人说中华人民共和国成立前的股市受外面环境影响太大,他买的股票从不过夜,这可比我们现在的市场投机者厉害多了。这很生动,但它是当年的普遍现象吗?除非我找到当年的换手率数据,否则还是一头雾水。然而,我与朱南松和张涵交流,不必重建语境,大家都是那个时代的过来人,只是在同一时空做着不同的事,他们要对我吹牛也难。

朱南松在复旦大学兼职读博士,毕业论文的课题是有关“钱”的哲学,我很想有一天读到它。一次,他针对“钱”说了一句很深刻的话,但我已无法复述它,大意是,所谓有钱能使鬼推磨,因此,要非常警惕它超出不该超出的范围。朱南松在这个多事的江湖上行走,不出大问题,不显山露水,大约与类似的反思有关。

东方港湾资产管理:但斌(中国深圳)

但斌像个诗人和演说家,很有激情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

初次结识但斌是在深圳，我们 *Value* 杂志和东方港湾等投资公司联合举办了2006年春天的私募基金研讨会，参加的人不少，而且谈出了不少东西。这是由于牛市刚刚起来，大家经历了四五年的熊市，有枯木逢春之感，更有所憧憬和期待，话题很真实。后来，有媒体和机构也办了类似的私募基金大会，人很多，参加的人回来说是在作秀。

那天下午开会，早上在饭店里遇到了但斌，但斌券商出身，与他交谈让我感觉很舒服。开会的时候，他做演讲引用了北岛的诗句，侃侃而谈。

后来在上海和深圳，我们又见了几面，很谈得来。

不少人信奉价值投资，但很少人像但斌那般复制“巴菲特”(借用国内某证券周刊夸张的形容)。在介绍东方港湾的宣传手册中，充满了但斌的巴菲特式格言警句：“如果投资没有盈利，一定是因为我们的专业技术，而绝不会是因为我们的人品，我们保证”，“我们的不承诺与承诺：我们不承诺会快速致富；我们不承诺一定会盈利，尽管长期而言，我们充满信心；我们承诺专注长期股权投资；我们承诺与投资者分享投资思想；我们承诺寻找中国最优秀的上市公司，尽可能以合理的价格投资”，“做我们认为正确的事，余下的交由时间来完成”，“有的人从来没有真正坚定过，因为他们从来没有真正思考过”，“投资需要信仰，我们在市场中历尽艰辛，渐悟投资之道，我们注重长期目标，对未来的信念坚如磐石”，“投资像孤独的乌龟与时间竞赛”，“天真和质朴，待人真诚，这是个人和企业最长存的价值。如果我们真的能成就一个伟大的企业，那一定是上帝嫁接我们之手回馈他——永不止息的爱”，“时间是最有价值的资产，我们今天所买入的股票不仅仅是属于我们自己的，还是整个家族的，我们应该为我们的子孙后代担负起此刻的责任”，“最伟大的投资家也会随岁月消逝，但某些投资的原则却亘古不变”，“我们选择企业的标准：长期稳定的经营历史；高度的竞争壁垒，甚至是垄断型企业，最好是非政府管制型垄断；管理者理性、诚信，以股东利益为重；财务稳健；负债不高而净资产收益率高，自由现金流充裕；我们能够理解和把握的企业”。

再抄几段吧：“杰出的企业寥若晨星，我们希望所投资的企业像是皇冠上的明珠”，“如何在人类社会经历的苦难和繁荣中处理我们的投资？让我们的家人与后代因我们的洞察与远见而惠及他们自身”，“风险控制：最好的风险控制措施就是在投资前对企业做充分、深入的调研工作及完善的估值，正确了解所投资企业的价值；为避免我们选错企业或者选择的企业出差错，我们通过资产配置比例来控制单一行业或公司的投资风险；在投资企业以后，我们仍会定期实地调研企业，紧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

密跟踪企业的发展变化”,“灿烂的星光来源于亿万年前的闪烁,我们的生命只是短暂的一瞬。如有幸在穿越历史长河的此刻得到您的信任,就这一点,已经让我们感动!”

说得面面俱到,声情并茂。我的投资理念与但斌有相似处,可比起他来,我是个“修正主义者”,或者说我对过高过于完美的标准和要求总有些怀疑。但斌可能偏爱法国大革命式高远的理想,而我骨子里更喜欢英国式的小店主们的“庸俗”,警惕人性弱点乃至劣根性的世界观。人类社会多灾多难,小康已是不错,大同不必想了,因为总有人利用“大同”做文章,欺骗、控制乃至奴役众人。

照此思路,我认同但斌对优秀企业和优秀管理人员难得的观点,但我对这些“难得”也怀有警惕心。不管是企业还是人,都有身不由己的时候,到时候他们还会顾得上你吗?与其高调地先入为主,不如低调地反复印证。打个比喻,我是比较赞同先结婚后恋爱的,抱着太美好的理想结婚的人,离婚率一般比较高。

另外,在中国家族财富究竟如何继承,还有待观察。我曾和但斌聊过,家族财富的增值,与其说是投资的结果,倒不如依靠良好的制度。在这点上,我们谁都没谱,信心不能太足。

不过,我仍然很欣赏但斌这个人,也相信他上述的格言出自真心。我也希望但斌能按此成功,因为这意味着我们有生之年处于一个伟大而且小康的时代,这在中国的历史上太少见了。

ForeResearch 资产管理:黎彦修(美国纽约)

我们采访的大多数投资者都以选择股票为主,只有两个人比较特殊,一个是江平,投资国际货币;另一个是黎彦修,专注债券市场。

我不是很了解债券市场,因为国内这方面的市场一直很弱,2005 年左右才有了起色,所以我不能和黎彦修在同一专业水平上对话,好在他讲得很清晰也很细,而且有些投资的关键点是相同的,使得我们之间的访谈非常顺利。

一开始,我就觉得黎彦修说到点子上了。他认为,不管做何种投资,一定要头脑清醒,弄清楚赚钱的真正原因。在投资上,有很多人能赚很多钱,但并不意味着这些人优秀。投资者偶尔一两年赚很多钱并不能证明他能力很突出,持续赚钱才是真本事。而能否认识到表面之下更深刻的道理是能否持续盈利的关键。投资者可以从表面上解释股票和债券为什么涨,也可以从深层次去研究,结果在绝大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

多数情况下是不同的。

说白了,就是一个人的成功,运气究竟占了多大的成分,有人可以完全凭运气获得巨大的成功。比如一个老太太可以连续获得彩票头等大奖,也有夫妻两人同时获得大奖的。我记得一次人们评论连续获得头奖的某人,其概率比在同一地点被雷电击中两次还要小。当然,也可以把获奖与一些原因联系在一起,比如摸索到彩票数字的独特组合,但没多少人会相信他们。不过,我经常想,类似的运气也会分布在其他领域中,我们为什么又那么迷信这些成功者呢?凭什么相信他们所谓的成功经验?

相信或不相信别人成功中的运气成分还是次要的,如何反省自己的成功是怎么回事才是大问题。一个人少年得志,如果搞不明白里面多少是运气成分,以后蹉跎的概率会很大,同样,做投资赚了大钱,不明白其中的真正原因也会把钱交还给市场。

《守株待兔》讲的是同一个道理。一只兔子偶然地撞死在树上,猎人就以为明天和后天还会有兔子重蹈覆辙,结果竹篮打水一场空。看似简单的道理,在现实生活中却难以参透。公司突然收到一个大订单,我们经常会像守株待兔的猎人那般兴奋莫名,以为下面的需求会源源不断而来,便集中资源组织生产,没想到这只是个偶然的状况,最后当然是劳民伤财。所以,我经常感慨,与其这样,还是祈祷兔子不要撞死在树上,猎人倒会兢兢业业地操练打兔子的技术,只要天天有进步,一定会大有收获。

当然,这是理想状况。因为猎人在林子里打猎,还是要分析、琢磨才能成功,这就需要一边潜下心来,一边努力印证成功的真正原因。

黎彦修举的一个例子就非常好。1996～1997 年,国际上许多投资者通过买进大公司发行的可转换债券,放空该公司股票,很快赚了许多钱。于是,不少人以为找到了持续成功的公式——“买进可转债,放空股票”。殊不知,他们赚钱的真正原因是当时可转债投资中隐含了一个期权,也就是买进价格比债券内在价值至少低 50%,随着越来越多的投资者加入这个市场后,所谓“成功的公式”不灵验了,放空股票已经不能赚钱了。2003 年,投资可转债的资产管理公司还有好多家,到 2005 年,绝大部分公司都倒闭了。

黎彦修看清了这点,他的可转债基金没有投可转债,而是投向他看好的企业债券。“我们的理念是不拘泥于某一种投资,看准有钱可赚就去投。一些同行也想学我们赚钱,不过他们不懂其中缘由,因此收效甚微。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

真的,我半年前听了黎彦修的这番话颇有同感,并为此想了很久。做到这点很难,但做不到这点或做得不到位,你肯定无法持续成功。

书店能见到蒂莫西·米德尔顿所写的《债券之王:比尔·格罗斯的投资秘诀》,格罗斯当然是位极优秀的债券投资者,可我总觉得黎彦修给我们介绍的债券市场的常识和专业要比该书更为透彻,尽管篇幅比《债券之王》少多了。

何以如此?我在电话中强烈地感受到黎彦修是在推心置腹,他讲得很细很慢,似乎并不想保留什么秘诀。这很反常。把自己的投资心得告诉别人,事实上是在培养对手,黎彦修一直强调的是:"人多,竞争多,危险就大;人少,竞争少,就有机会。"

何以如此?我想,不管是黎彦修还是江平、李山泉,这些在华尔街的杰出投资者,可能都有对祖国的一份情感吧。真的,他们虽然从没有直白地表露过,但我们能感受到。

在我们采访的华尔街投资者中,黎彦修有一个特别之处,他自己是对冲基金的老板,而且这家基金公司已有一定的规模和地位,名列美国投资公司前 200 名内。在电话中,我也向黎彦修探讨了投资公司的管理之道,他讲得很好。比如,投资公司如何找到合适的人才是件很头疼的事。基金公司如果找的人不对,或者说不能控制,老板就控制不了基金的发展方向,所以基金必须找到有才能的而且能控制的人来做老板不懂的事情。黎彦修认为:"如果找不到有才能的人,找到了不好管理或者找到的人跟其他人相处不来,公司还是谨慎为好,不要强求。如果强制去做,一定会出问题。这个问题确实很难解决,幸运的是我们的业务现在还没有发展到我不懂的地步,如果公司发生问题,我还可以做决定。即使我作的决定不是最好的,但一定可以解决问题。"尤其是最后一句话,黎彦修是说到点子上了。

Hindsight 资产管理:钟民颖(中国香港)

为了采访钟民颖,2007 年年初我专程去了一次香港。晚上 6 点半,在置地广场楼上的一家酒吧,本来气氛不错,谁知来了一帮老外,大声喧哗,旁若无人。我们找来酒吧领班,希望他做些劝说工作,没想到他表示无权干涉客人的自由。这在内地是难以想象的。一个半小时后,钟民颖说要回家和孩子们吃晚饭,采访也就结束了。

尽管如此,我们还是很有收获。钟民颖的对冲基金公司的中文直译是"后视

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

镜”，彼得·林奇曾说过：“我们无法通过后视镜看到未来”；而巴菲特也提及如果靠了解历史就能赚钱，那么《福布斯》的富豪们都是图书馆的管理员。然而钟民颖的解释是：“我们几个合伙人在这个市场做了许多年，希望总结过去约50年的市场经验，继续前进。”

看来，任何格言或观点都有一定的语境。这让我想起巴菲特又说过：“新狗玩不出老把戏”，他这是反用“老狗玩不出新把戏”的格言，形容自己的管理团队虽是七老八十的人却老当益壮，比年轻人更有投资经验。

钟民颖的对冲基金风格是绝对收益型的，内地的几家共同基金公司也号称是类似风格的产品，但面对2006年以来的大牛市早已变形了。其实，2006年港股尤其是中资股涨得也很猛，人们还会买绝对收益型的基金吗？

要知道，所谓绝对收益型基金，就是努力让基金每个月都赚钱，但只赚一点点，如每个月的收益率在1.5%左右，最多也是2%，当然，一年下来，年收益率也在15%～20%之间。如钟民颖的基金从建立起到现在，平均每个月有1%的净回报。在熊市或一般的市场氛围下，绝对收益型基金应该是受欢迎的，而如果是在大牛市，股指一年动辄上涨50%以上，绝对收益型基金一定跑不赢大势。

然而，在国际市场上有人就喜欢这种风格，不管大牛市多么疯狂，这种人大多在基金的基金中，他们买钟民颖的绝对收益对冲基金，也买极端凶猛、收益可以高得离谱也可以低得出奇的对冲基金，然后加以组合，再做出自己的产品去销售。很明显，对这些人来说，最喜欢的恰恰是风格稳定不变的基金。否则的话，绝对收益型基金在大牛市中突然变脸，岂不是自己的产品定位也要大变？

在内地，钟民颖这种类型的基金的生存空间很小很难。第一，基金的基金几乎没有，钟民颖的基金找不到资金和客户；第二，内地极个别的基金的基金，它们要寻找的基金也不会是钟民颖的基金。据我所知，它们也只不过希望找那些绩效优异的基金，然后组合而已。这没什么可奇怪的。在中国内地，几乎每个人每个机构都在寻找超额的回报，处于原始积累和成长阶段，大家你追我赶，稍稍犹豫个几年，你就有可能被对手或别人甩开，宁可没有绝对回报，也要赚大钱。

一个多月后，我们又在上海的香格里拉酒吧见面了。钟民颖是来参加由UBS组织的中国市场研讨会的，背着个双肩包（这是他的习惯），远远地就认得出来。大家坐下来后，我问钟民颖对UBS的会议怎么看，他意味深长地说：“每个人都极度看好中国内地和香港股市。”当然，没几天之后中国内地股市就出现了暴跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我又采访了他一次，主要的话题还是对冲基金，毕竟对华人来说，组织对冲基金也就是没几年的事情。巴菲特和芒格在 2004 年的伯克希尔股东大会上对基金的基金不以为然，认为是华尔街的又一种销售伎俩（华尔街只要能销售的都销售）。对冲基金一层一层地收取费用和佣金，却很难看到他们的赚钱能力，对冲基金经理在好的年头里拿到更多的回报，在不好的年头里分文不赚，这对投资者尤为不利。尽管巴菲特和芒格也承认在几十年前搞过对冲基金，但当年的基金经理的收费、人格与投资者态度都与今天完全不同。

另一方面，我们觉得对冲基金和基金的基金也给那些具有创业才能的人提供了机会。共同基金早已成了销售机构，比如一个有才能的基金经理要跳出来自己干，过去是很难的，因为他要生存和发展，就需要客户和营销。而一个有投资才能的人往往不会销售，而有了基金的基金，基金经理可以不管销售，只要把自己的投资业绩做好，这就帮助了一批有企业家才能的人去创业。

不过，目前大多数的内地“私募基金”很可疑，我们很怀疑他们现在收取了高额的管理费，能否战胜共同基金的出色者，我主张一般投资者还是把钱交给共同基金，除非你有识别优秀私募基金经理的能力。

私募基金经理的人品很重要，我觉得钟民颖是个好人。我第三次与他在浦东见面时，建红也在，我们三个人的子女都还小，所以我们基本上都每天准时下班，回家照看孩子。各自交流投资见识之后，我们就研讨如何做父亲，从认真的程度看，都想做个好父亲。

钟民颖的心态很好，他说自己一直很乐意当基金经理，因为每天能有时间学到这么多的新鲜资讯，还有工资可拿。他对自己的投资能力概括得也很准确：“也许我不是发现投资机会的第一人，但我一定会在估值还没有那么离谱的时候尽早发现并远离风险。”

易方达基金：江作良（中国广州）

采访江作良是通过电话，只是建红也坐在他广州易方达基金的办公室里。

在电话里，江作良带有浓重的广东口音，比如你很难分清“投资”与“投机”的区别。江作良和我同龄，都是 1966 年生人，又受过正规的教育，口音不至于那么重。我有位同龄的朋友，也是一口浓浓的湖南乡音，不过，我对他们一点儿都不感冒，只是觉得他们可能比较执着而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

除了口音之外，电话里不时传来哧哧的笑声，感觉很天真，令我很喜欢。

江作良的教育经历很特别，生长在农村，初中毕业考入师范类中专学校后又进修了大专和本科，工作两年后，才考入上海财经大学读研究生。我没有问他是何原因，但我猜是家境贫寒吧。

一方面是他的坚持，一方面也是机遇，终于成就了一位出色的投资者。

江作良出道是在 1995 年，那时有一大批意气风发的券商投资者，我能想象他当时并不出众，一般人不会想到他日后会出类拔萃。

江作良把后来的一切主要归功于自己的人生哲学。

他反复使用的一个词是“干预”，或者说是一句话“我们不能干预市场”。

一般来说，我们会说政府不要干预市场，把干预的主体用在投资者身上。江作良的“干预”概念包括操纵。20 世纪 90 年代，“操纵”在中国股市中盛行，几乎每家有些实力的券商或机构都会选择一两只股票坐庄操纵，其中的有些股票也许在操纵之前是经过庄家研究发现价值的，然后他们便在底部大举买入，把股价做上去，然后出货赚钱。在大牛市中，券商搞这种自营盘应该是盈利的，但很多时候机构不盈利反倒亏损，这是因为往往是券商或机构的第一把手有私利，该赚的钱都流入他们的私人腰包里去了，亏的是公家。到 2001 年起的大熊市中，参与跟庄者锐减，做庄模式便崩溃了。这时候，“不干预”的价值投资开始慢慢盛行起来，江作良是较早的实践者。

做到这一点很不容易，还真需要本性与相当的智慧。我们并不认为美国的投资者是多么的“高级”，不想操纵市场或股票，只是因为那里的法律环境严格，违法的代价太高昂。而在中国股市，谁都不把操纵是否违法当成一回事，过去人们还堂而皇之为操纵和庄家辩护哩。值得注意的是，中国庄股后来的崩溃，99.9%是自己运作不当造成的，个别如银广夏等也是媒体揭露的，有关部门基本上不作为。从 2006 年下半年开始，中国股市又是庄股与内幕交易横行，有关部门照样装糊涂，尽管天天喊监管，煞有介事。

在不监管或违法的可能性很小、代价更小的情况下，一般有资金实力的机构都会有意无意地趋向于操纵，至少是微妙地干预，因为它表面上可以减少投资的不确定性。

江作良 1995 年进入市场后，就看到了管金生等人因操纵“3・27”国债期货产品而身败名裂。当时很多人只是为管金生惋惜，遇到的对手有“通天”的本领，只得认输。很少有人像江作良那般受到道德的震撼。接着，广发证券自己又采取了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

干预市场的行为，遭到处罚。这一切配以江作良本人不想去控制和操纵别人的性格，让他走向了价值投资之路。

江作良不是一个很会表达的人，或者说，你必须在并不是非常连贯的叙述中感受到他的思考深度，而这在访谈结果的文字整理中难以真切地表现出来。江作良最后告诉我，他最喜欢琢磨和思考，换句话说，他投资的成功首先是比绝大多数投资者至少多思考一个层面或角度。看似平淡的表白，其实道出了几乎所有杰出投资者何以与众不同的根本原因。

关于价值投资，有各种定义，但江作良肯定不是价值投资者，这从他对“价值投资是对未来趋势的一种理性判断”的定义上就可看出来。基于这一点，江作良的投资策略显得很灵活，在大熊市中，他采用集中持有股票的投资策略，因为这时大部分股票都有下跌的趋势，只有投资个别极有潜力、有前景的股票才能立于不败之地。而到 2007 年上半年，中国股市进入大牛市的昌盛期，此时江作良讲求均衡配置，把资金分散投资在不同行业与不同题材的股票上来适应市场的变化。

在投资理论方面，江作良一方面要对基本面进行细致的研究，另一方面又要对市场共鸣点很有感觉。谁做到这点，投资业绩一定不错。

国投瑞银：陈进贤（新加坡）

我们采访了陈进贤两次，一次是 2006 年年底，另一次是 2007 年的 5 月。后一次的效果更好，陈进贤的普通话表达能力突飞猛进，让人惊讶。

初次接触陈进贤，他乐呵呵的样子，一脸和气，按建红的说法，像一尊“石佛”。

陈进贤很早就进入了亚太新兴市场，他的经验是一笔财富。比如，中国内地投资者对“政策市”比较感冒，但陈进贤早年在泰国等地市场就领教过政策的厉害。要投资新兴市场，就必须把政策因素作为重要变量考虑进去。他对我们分析了一套政策在中国股市可能出台的时间和空间，确实很“本土化”。

陈进贤在 1997 年亚洲金融危机的那段经历颇值得曾经是看客的内地投资者玩味，毕竟这是几十年一见的事。当时，起先大家感到不妙，要减仓，但市场很快被打至跌停，几乎所有的同行只能无所事事地坐在那里；等到市场终于反弹，陈进贤所在的投资团队赶紧把所有的股票抛完，绝不心存侥幸，避免了紧接而来的市场崩溃；而最后市场接近底部时，他们又敢于买入那些蓝筹股和行业龙头股，表现还算不错。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

陈进贤也总结了几条经验教训。例如,由于恐慌,他们过快地卖出了一些不该卖的优质蓝筹股,蓝筹股在股市大跌时是最易抛的,但也是最不应该抛的。最应抛的是小盘股,它们的流动性很差,不过还是要想法抛。因为事后看,留住抗跌性好的蓝筹股会更好。

又如,股市崩溃时是不存在什么合理价格的,明智的投资者应该在人们还犹豫不决的时候抛出股票,还要有胆量在股价跌掉很多、别人都不敢买的时候把自己看好的股票再买回来,平衡地把握坚持和灵活的尺度。

陈进贤坦言,如果是严格的价值投资者,他可能不会看好当时上证指数4 000点时的市场,简单地说,严格的价值投资者在市场平均市盈率超过 30 倍以上时就很谨慎。巴菲特是一个战略投资家,如果让他在中国内地投资的话,他也不会在当时的 A 股市场上操作。巴菲特会去做项目投资,或许,他还会收购上市公司,进行重组和资产注入,他不会买进企业后简单放着。

作为一个成熟的职业基金经理人,陈进贤认为要摸准牛市夸张的脾性,就要放开手脚估值。一般而言,研究员比较保守,喜欢根据上市公司公布的季报来不断调高自己的预测,而陈进贤要求他们的估值一步到位,要知道估值的上限是多少,这有利于决策。

当问到陈进贤如果他是私募投资者,可以自由支配资金,在内地会做什么?他回答是会把钱放在商业地产上,去买楼,买好楼,尤其是大城市,比如上海、北京等大城市的好楼。如果他有更多的钱,会用一部分钱去建一幢好的大楼,另一部分做股票投资。

Millennium 资产管理:居雄伟(美国纽约)

我与居雄伟碰过两次头,都在上海。

居雄伟与建红差不多大,三十五六岁,但都少年老成,爱琢磨,心智复杂。居雄伟对自己的要求很高,我们把采访记录整理完,发给他 3 个月后,他仍觉得修改得不理想,说是放弃这次活动。建红锲而不舍,最后把稿子催了来。

在上海采访时,居雄伟提到数量化投资是一种“科学系统”,我问他如何定义“科学系统”,他马上回答就是大家约定俗成的意思,没必要再定义了,回答得很聪明。

我每次见到居雄伟,都希望他阐释一下 α 的投资策略,但他都语焉不详,可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

觉得这是常识吧。他最后回来的稿子终于用书面语言给予定义:股票系统性的市场风险叫 β,超额收益的期望值叫 α,股票的收益是 α 加 β 再乘以市场收益率。"市场性收益总是随市场波动的,要想做到绝对回报,就必须降低市场性风险(β),同时提高超额收益(α)。有两种方式可以做到:第一,多买 α 高的股票,然后通过卖指数期货或是 ETF 来冲掉市场风险(β);第二,买入一批 α 高的股票,同时卖空一批 α 是负值的股票,让双方相互对冲掉市场风险,同时卖空一批 α 是负值的股票,让双方相互对冲掉市场风险,同时维持高的总 α。"

居雄伟认为将来基金业可能出现的趋势是:两种基金特别具有生命力,一种是提供 α 的对冲基金,一种是提供 β 的指数基金。"美国尚未达到这个阶段,至于中国,则需要更长时间的发展。"

《华人杰出投资者》的不少文章都"不好读",居雄伟谈的是数量化投资,当然更不好读。易方达基金的江作良看了我们对他采访的整理稿后,就有些顾虑,认为读者未必能明白,会产生歧义。我告诉他,我在"后记"中已明确指出,《华人杰出投资者》的理想读者是那些真正对投资有理解的人。*Value* 杂志不是大众传媒,《华人杰出投资者》也不想雅俗共赏。一般专业文章,比如工程技术类的,人们读不懂,会觉得自己不够专业,需要努力学习,才能弄懂它。为什么谈杰出投资这么专业的对话,就非得让许多人看懂呢?

我知道这不合时宜,我在新浪开了个博客,发表一些 *Value* 杂志中文章的摘要,也引来了不少评论。有些评论,一看就是行家,可一部分评论也较为无知,对后者你还不能直言不讳,否则他们会"很受伤"。

但我仍坚持学术与专业不能往"下流",而要向上流,曲高和寡,自古皆然。

居雄伟和我们聊天时还谈及不少心得,例如怎样做模型测试,很有学问,不少人用历史数据测试很有效,但实际上就是不赚钱,这也就是看似客观的测试过程,实际上产生了主观的结果。居雄伟觉得自己很幸运,他工作后遇到的第一位老板很有经验,教给他一套看问题的哲学,教他如何找方法,找因子,避免陷入"海市蜃楼"之中。

居雄伟最后还谈到投资哲学匹配生活之道。大起大落地坐过山车对身体不好,中国的养生之道讲究心情以及各方面都要有规律。在回报相等的情况下,他会争取减少投资的波动,这样不仅是对投资者负责,也是对自己的健康负责。我很赞同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Deutsche Bank：李凯（美国纽约）

采访李凯，也是通过电话与美国连线的，未见其面，先闻其声，我觉得他应该是个性格不错的人，乐呵呵的。印象尤其深刻的是，他说到有次模型的多项因子都不灵了，没法运作，“一脸无奈的神情”（当然是我在大洋此岸的想象）。

李凯和居雄伟应该是《华人杰出投资者》中投资经历最少的两位，建红提议他们入选，恐怕还是考虑他们数量化投资的背景以及对中国内地基金业发展的促进作用吧。

我觉得数量化投资是个工具，背后还是投资经验在起作用。我在采访中也感到，有些东西（比如时间和年龄）在投资中还是非常重要的。与黎彦修和江平等华尔街华人投资精英相比，李凯和居雄伟在认识投资上还是差一些境界的（当然，年龄要与投资功力俱长才行，比如我虽然比居雄伟和李凯年龄大，投资水平还是他们高吧）。

好在李凯和居雄伟都是明白人，他们都强调数量化投资不能缺少对市场的深刻理解，后者是决定模型质量的关键因素。不同的做数量化投资的人也许知道同样的道理，模型也可以建立得差不多，在细节的处理上却可能相差甚远，最后实践的有效性也是千差万别。

李凯举了个基本面研究与数量化模型相结合的例子。大家都知道内部人交易很值得借鉴，如果能掌握其规律，建立模型，应该大有可为。但是，要搞明白内部人的各种动机还真不简单，同样是内部人交易，买和卖就不同，内部人卖自己公司的股票，未必是不看好公司的前景或认为股价高估了，很有可能只是急需现金而已。买就不同了，许多内部人已拥有公司的大量股票，还要买，应该表明对公司前景看好，但正因如此，聪明的内部人为了让股票大涨，他们买入一些自己公司的股票，引诱跟风者买入。所以，看似简单的内部人交易，往深分析，就复杂了，如果你想不明白这几层道理，模型建立后的有效性就值得怀疑了。

李凯介绍华尔街对冲基金的回报时，他特别提醒我们注意界定回报基准。由于基金可以凭长期持有的股票作抵押品使用杠杆，因此，即使客户投入相同的资金，基金经理真正投入的资本数额也是不一样的。对冲基金的杠杆一般是 3∶1 到 5∶1，如果投资回报率是 5%，再运用 5∶1 的杠杆，那么基金向客户汇报会说超过 20%，却不讲使用了多大的杠杆。据李凯估计，数量型对冲基金的杠杆是 4∶1。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

老曹的“街头智慧”

一

一位 90 年代中后期就投资港股的朋友告诉我，他之所以订阅香港《信报》就是买两个人的专栏——林行止和“老曹”（曹仁超）的。我也是在 20 世纪 90 年代中期开始订阅《信报》，喜欢林行止是不用说的（我 2000 年从台湾地区远流出版社买回了他的全集），当年却没法细读老曹的文章，因为他用广东话书写，比如“木宰羊”啦、“唔识”啦、“以便拒地”啦，让人头疼。日本历史学家宫崎市定说，还好中国是象形文字，不是拼音文字，否则各地方言发音区别之大会相互演化成比意大利文和法文区别更大、更难懂的文字，我看了老曹的文字就有如此的联想。



曹仁超
（图片来源：百度图片）

除了广东话的文字难懂之外，我当年的投资理念与老曹的路数不一样，我 1991 年入上海证券交易所后，又去《上海证券报》做记者、编辑，深受总经理尉文渊的影响，对股民的追涨杀跌和股评文章不以为然，认为应该倡导长期和理性投资，研究公司基本面。90 年代中期，我按着这个路子从教科书和文章中找到了巴菲特等人的价值投资，广为宣传，自己也按此投资。而老曹似乎更偏爱市场的波动，是趋势投资吧。2003 年，我也开始投资港股，最喜欢读的还是曾在《信报》上写专栏的蔡东豪与老曹的老友林森池的文章，因为他们都着重于自下而上的公司分析，颇对我的胃口。

不过，当时我有一点极佩服老曹，那就是他每天在《信报》长篇大论，每篇至少 5 000字，一周六天，几十年下来，真是“疯狂”。我自认为挺能写的，精力旺盛，可一直琢磨不透他是如何坚持下来的。我猜也许有助手每天为他收集资料，但哪怕

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是"剪刀加糨糊",你也得组织这么多的文字啊。我曾尝试模仿,不行。所以我觉得林行止和老曹都是神人,他们的敬业精神是晚辈我所钦佩的。

2007年,老曹的文章已传入内地一般投资人中,我们杂志的博客圈中每天都有人把他的专栏贴上来。2007年9月,香港天窗出版社终于整理出版了老曹的《论势》(普通话版),我马上让香港的朋友买了快递到上海,当夜读毕。

看完后,我的第一感受是老曹有街头智慧,应该重新认识他。

也就在这时,全球金融危机悄然爆发。一般来说,我对25%左右的大调整并没什么恐惧感,像港股和A股分别在2004年和2005年就拿在手上,中间几乎没做过什么仓位与品种的变化。但在2008年1月中旬的某一天,我终于承认市场出现的不仅仅是心理层面上的恐慌,而是系统性危机的爆发,便在半小时内将港股和A股全部出清。我告诉朋友,这是大级别的金融危机,并在自己主编的杂志上明确表示应该"七成而退",也就是说,哪怕是从最高市值计算损失了30%也要离场,因为终有一天我们会觉得这个价位也是高不可及的。

可惜朋友和读者认同我观点的甚少,他们还沉醉在大牛市的美梦中哩。而道琼斯指数还在装模作样地在12 000点上徘徊,恒生指数在暴跌到20 000点后展开强有力的大反弹,全球舆论则全力唱多,"最坏的日子已经过去""V形反转就在眼前""该是别人恐惧我们贪婪的时候了""抄底吧""股价已跌无可跌",等等。让人哭笑不得的是,这些论调至今还在唱,只要地球不毁灭,股市还存在,他们一定有说对的一天,可是我们的钱呢?我们还有勇气投资吗?

我建议一位热心的读者每天把老曹的文章贴在我们杂志的论坛上,供大家重点阅读,渐渐的,我们都读上了瘾,哪天没有老曹就觉得难受,谁忘了贴,一定会有人补上,最后还把它"译成"了普通话。有趣的是,我迷上了曹氏广东话文字,反倒不习惯普通话了。我已知道"木宰羊"就是"天晓得",仍不知道"唔识"是什么意思,但这已经不重要了。

二

不管是投资书籍还是投资人,判断优劣不是件很容易的事,但根据我多年读书阅人的经验,不管他们把自己的投资理念技术与业绩吹得如何好,有一个办法比较准,那就是看看他首先谈不谈风险,如果谈,体会又有多深,何以如此?投资与食、性类似,没有切身的体会,谈不出道道来。所谓风险教育,首先是风险教育

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了自己，换句话说，你遭受过重大的失败，而要谈自己失败的经历，没有过来人的自信，从何谈起。如果按此标准考察中国内地喜欢发言的“财经演员”或代客理财者，大部分人都很可疑。证券投资到了中国，基金顾问谈“长期持有”“看好未来”一定赚钱，股评家教导散户们按图形技术操作，准保发财。

而在老曹的专栏或书籍中，风险教育是第一位的，并且他述说自己曾失败的故事已内化为口头禅，我怀疑几十年来老曹已说过上百遍了。

老曹在 1969 年用 5 000 元(港元，以下同)买股票，赶上了恒生指数从 100 点上升至1 700点的好时光，在 1973 年 1 月的1 200点及时收手，套现 50 万港元，于是老曹觉得自己是投资天才，打败市场不在话下。到了 1974 年 7 月，恒生指数已由1 774点跌到 478 点，跌幅达 73%。老曹又拿 50 万元抄底，选中“和记”一只股票，从每股 8 元开始一直买到 1 元，结果半年后的 1974 年 12 月恒指跌到 150 点时，老曹的 50 万元投资只剩下 10 万元。

这边投资失败，那边老曹又遭任职的投资公司遣散，他悲观得差点要自杀。后来他用了 5 年多时间调整心态，到 80 年代初才敢真正入市。老曹发誓不能因股灾投资大幅亏损的事情在自己身上重演，“止蚀唔止赚”(也就是设立停损点而不设止盈点)，至今逾 30 年，总算平平安安。

这个故事，老曹讲了上百遍甚至几百遍。如果是别的题材(比如失恋)，老曹一定会获“祥林嫂”第二之殊荣，但它对老曹尤其年轻人来说，无比珍贵。

从 2007 年年底开始，老曹在专栏里说这个故事的频率加快，隔三岔五，你只要听进去一回，就会受益匪浅。这一年来，我周边“未听老曹言，吃亏在眼前”的故事实在太多，这儿就说两个简单的。

第一个是我的一位朋友将企业盈余的 100 万元存入花旗银行之事。2008 年年初，全球金融形势早已风声鹤唳，花旗的理财人员竟然向他推荐农产品和能源 QDII，他小赚了一点，颇为高兴。花旗又向他推荐东欧基金 QDII，没想到在 3 个月内，加上人民币对欧元的损失，暴跌了 60%左右，花旗仍建议他坚守。他实在忍不住了，来找我。我说：“美国和英法等西欧国家的金融市场肯定会有问题，东欧我没研究，而且照理说，已跌了六成，不应该清仓。不过，你已被晦暗不明的未来控制住了，这是最可怕之处，为了保证夜夜能安眠，我建议你一分钱证券都不要留。”他第二天就照办了。我向他建议后，也有些后怕，觉得损失六成后还要斩仓，是否激进了点？这个疑问在半年后的 2009 年 3 月有了答案，国内有报道称花旗银行等两家银行的东欧 QDII 在近 6 个月来净值已下跌近七成(68%)。好嘛，如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

果我朋友真的坚持下去,100 万就只剩下 10 万多一点了。这时,媒体呼吁大家清理欧洲账户已没什么用了。

另一个故事发生在一位美国人身上。他是我朋友的朋友,从花旗 50 美元一股买起,一直买到 1 美元,损失了 500 万美元。我朋友说他元气大伤,估计几年内不会回到股市来了。

一年多来,老曹一直建议大家不要买金融股,香港人照样为汇丰着迷,从 100 港元一路买下来,这显然违背常识。花旗、美国银行乃至富国银行都出了毛病,当年和它们并驾齐驱的汇丰岂能无事? 俗语云,一只橱子里不可能只有一只蟑螂嘛。当 2009 年 3 月初汇丰暴跌至 30 多元时,一位著名的女股评人竟在香港电视镜头前流下了眼泪,竟有媒体称她为香港股坛的"良心",股市不相信眼泪,它相信的是老曹式的智慧。

面对同样的失败,老曹有自己独特的乐观和演绎。他认为当年自己的惨败很幸运,在他刚踏入股市时就发生了,而不是在如日中天之际,否则东山再起就难了。

具体而言,这与任何博弈一样,一进入股市就赚钱,一般都不是好事。一些内地企业主,见股市暴跌了这么多,自己的实业生意难做,匆忙入市,赚了些钱,颇为得意。我们几位朋友凑在一起,同声说:"关键是他们赢钱了",然后会心地一笑,这是过来人语,而非幸灾乐祸。

三

老曹的《论势》及紧接其后的《论战》和《论性》,我看其核心还是个"势"字。关于"势",老曹的分析有大有小,有长有短,有人可以拒绝相信所谓的"图表走势",但我们应该仔细琢磨他的"智慧不如趁势"中的"势"。

老曹说,自己财富的 85%来自投资回报,只有 15%是 38 年薪金减去每年开支存储下来的资金。之所以专心投资,是因为他只在当年最大的行业(纺织业)做了半年便去了证券行,最后又加盟《信报》。这是入对了行。何以香港股票市场如此发达呢? 是因为老曹 60 年代末投身社会做事,正好赶上香港 30 年的"都市化快车",然后又借上了内地"快速列车"的"势"!

假设老曹没有离开纺织业,或者在证券业却身处南美,老曹的身家就完全是两回事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

老曹在港版《论势》中感叹:“当年自己连股票是什么都不晓得,却去了证券行做,然后看着恒生指数由 1969 年入行时的 70 点升至 2007 年的23 000点以上,升幅超过 300 倍,真是‘盲都赚到钱’。所以我经常说‘有智慧不如趁势’,做事‘三分努力,七分天意’,如果你连三分努力都不肯付出,便不要怨天;反之,如果你付出七分努力仍没有成就,此乃天意。谋事在人,成事在天,许多时候人生是充满无奈的。”

真是勤奋用功,小富可期,大富由天,教不来。

但看似简单的道理,绝大多数人并不承认或不清楚,他们往往把成功归功于自己的能力,无视“好风凭借力,送我上青云”。我 90 年代初加入内地股市后,财富未必积累多多,但由于身处投资媒体业,见多识广,看见太多太多的人认不清形势,被暴涨的行情和成功冲昏了头脑,最终失败,而且他们一般很难东山再起。经常有媒体报道某某证券“教父”“大亨”“庄家”重出江湖,最终却不了了之。为什么? 爬得高摔得重。当年的“势”把他们捧得太高太高,一旦摔落,不论是心理还是能力,都无法东山再起。

唯其如此,不管是老股民、新股民,老富新贵,都应该细心体会你的财富或成功多少归功于“势”。

《论战》,讲战术讲战略更讲心态。

老曹说,他在 70 年代是个小兵,就像专门负责刺探敌营军情的探子,刺探到什么敌情,就向将军报告。将军听完消息后,总会下令:“再探。”探子自以为对战情知道得很多,却不明白自己只是以管窥豹,未见全局,结果发生了上述投机“和记”惨败的故事。

到了 80 年代,老曹已变成了急先锋(头目),可以带领一队兵马东征西讨、攻城略地,并开始明白一般小兵的视野有什么局限。不过他那时仍未知晓如何分析全盘战局,以为每一场仗都要打赢,好胜心太强。

1997 年左右,老曹觉得自己已够资格晋升将军了。作为将军,不但要有能力带领整队大军前进退守,不盲目冒进之余,追求稳中求胜。可是,位居将军者只知如何打赢每一场仗(Battle),而不知如何在整场战争(War)中取胜,视野仍有局限,老曹在专栏中经常提到的就是“Win the battle,lose the war”。

老曹从 2003 年起开始迈进元帅心态:(1)如果可以不打仗,最好不打仗;(2)如果需要打仗,不打无把握的仗。

从士兵到元帅,老曹的“投资四阶段”论,恰如王国维《人间词话》中的学问三

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

境界，随着每个人的年龄、阅历和财富等发生变化。

年龄与投资之间的关系，老曹也有见解。他建议投资越早越好，30岁前应先学会理财，或称作投资技巧，投资策略上可进取一点，反正可动用的资金不多，投资犯错也不怕，千金散尽还复来，最重要的是可以从失败中得到教训，学到如何应用投资策略和风险管理；中年时要"有所为有所不为"，临近退休的投资者是输不起的，不宜再搏，要保守为上。

老曹的"投资四阶段"论或四境界，绝非虚应故事，尤其是第四境界，确实超越了所谓的趋势投资和价值投资等流派区分的"将军"之论，有元帅之风。



《人间词话》
（图片来源：百度图片）

四

老曹的"街头智慧"经常如盐化水，散见于专栏或书籍中，每每揣摩，意味无穷，如港版《论战》中的一席话：

一战而胜之兵，乃可用之兵。投资者第一次炒卖股票，总是小心谨慎，心态上只是散兵游勇，全没经验。唯辛苦打完一次胜仗（赚到第一桶金）之后，再打第二场仗，应该是必胜之军，因为已累积了一定的经验，知所进退，而且也懂得审慎行事。

乘胜追击后，若要再去打第三仗，便危机渐现。因为他们往往自信心太强，可能已经有点霸气，自以为真的了不起，警惕心太弱。投资者要赚到100万元很容易，要由100万跳升到1 000万却有困难。很多人到了有800万元身家时，会觉得自己"好有钱"而产生骄傲的念头，很容易疏忽而犯不应犯的错误，例如忘记严守止蚀。

事实上，能够收敛骄傲度过此关、身家超过1 000万元的投资者，心态上都会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

觉得谦虚踏实得多。

吴起认为，三胜之兵须先行休养生息一段时间，磨掉骄纵之气，才能再审慎地伺机出击。如果军队已连胜四仗，就会变得极为危险，因为连场胜仗已令他们信心爆棚，到了失控的境地。五战而胜之兵，已不可用。因为到了那个时候，军队的心态已变得目中无人、不可一世，再打下去很容易便全军覆没，故必须解甲归田。

我的理解是，到了“五战而胜”，就是没有摩擦力了。我们做事做人，都希望摩擦力越小越好，殊不知，真的没有摩擦力就完了。我几年前在韩国济州岛自驾游，从未在融雪后的下坡山地开过车，车子打滑，刹那间刹车毫无作用，车慢慢往下滑动，吓得我半死，还好我速度极慢，车被树干挡住。我不精通技术图形，但每每将“无摩擦力”用于分析股票走势，发现这经常是阶段性“头部”所在。

我相信，这段话也应该是老曹的亲身体验，否则是无法表达得这么清楚的。

在我的投资生涯中，重大的投资失误也有类似之感。其实，这又何止投资呢？

五

应当承认，投资和生意场上，能达到元帅心态的，大有人在。可是，像老曹那般不仅是“富爸爸”，而且是“笑爸爸”，就不容易。成功之人，往往从竞争中胜出，大家先是比权势，比谁有钱，到最后，又看谁会享受会花钱，比啊比，竞争啊竞争，就是不有趣。

我与老曹不相识，是从他的专栏文章中见识到他的有趣之处。一次，香港明星周慧敏与倪震双方公开发表声明，表示彻底决裂，连狗仔队都相信这回是真的。我只见到老曹在专栏中乐呵呵地说他们分了还要合，没想到两人果然杀了个回马枪，竟然结婚了，我暗暗赞道，好一个老曹。巴菲特在致伯克希尔股东的一封信中提到他去年在高价位买康菲石油失误一事，老曹的评论是“继阿娇之后，巴菲特承认他太傻（但不天真！）”，让人忍俊不禁。

六

老曹 2009 年退休后将每天写的专栏变成了周记，自己到处走走，甚是逍遥。他在《论性》中谈投资的内容较少，说的主要是人生——自己颇为满意的人生。比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如，老曹谈到大部分男性都会犯“皇帝的新衣”的毛病：

一旦有了钱便自以为穿上华丽的衣服，便可以吸引女性的崇拜，自己赤身露体亦不自知。恋上“新衣”（财富金钱）的女性，并没有真爱，因为真爱从不计较你拥有什么。陷入“皇帝的新衣”游戏中的男性，为了令自己的新衣愈来愈有吸引力，一味拼命地增加自己的财富，把追逐金钱视为人生的全部而不懂得停下来。他们不相信“真爱”是金钱买不到的；当然，他们也不肯承认自己其实没有穿衣服。

女性较男性浪漫，尤其是少女。Girls just want to have fun！一个少女可能希望她的男朋友能在自己生日那天为她唱一首情歌或请她到沙滩上跳一支舞……但男性永远不信，往往以为钻戒、豪宅对女性的吸引力一定更大，因此夜以继日地去赚钱。

一位年纪不小、丈夫事业有成的太太曾告诉我：“钻石代表的只是女性的眼泪。”此乃人类有史以来男女之间最大的误会（包括本人在内）。男性误以为“浪漫”的代表就是最贵的红酒，如80年代Château Lafite，最豪华的烛光晚餐……实际却有大量女性手戴钻戒，心里流着眼泪，住在豪宅内仍孤单。

What do Women Want？男性永远不相信女性是如此浪漫，也永远不知道自己的吸引力居然是“轻抚你的脸”所带给女伴的感觉、自己傻傻地笑的表情，又或者是滔滔雄辩的英姿，而不是广告不断地告诉我们的黄金、钻石及豪宅。

不信的话，请问你母亲为何嫁你的父亲？看看他们俩的结合是否因为金钱与地位？又或者问问其他女性，她们把什么放在第一位？年长一点的女性，可能答是家庭及家人的健康；年轻女性则首重浪漫与激情；只有极少数的女性才会置“金钱与地位”于第一位。偏偏男性硬是不信，经常在女性面前炫耀自己的财富及地位，以为这就是男性的吸引力，令整个社会变得越来越沉闷而不再浪漫。

记得我老曹消沉的日子里，太太曾说：“我从来不是为了钱而嫁你，你不知道自己很有才华吗？”在她的“催眠”下，这数十年本人一直以为自己真的很有才华，也肯定她爱的是我的才华而不是我的新衣。

我太太是成功的。今天本人遇见美女，我都只敢远观，不敢发展什么关系，皆因心想：“太太在我最失意的日子说我有才华，这美女会吗？”

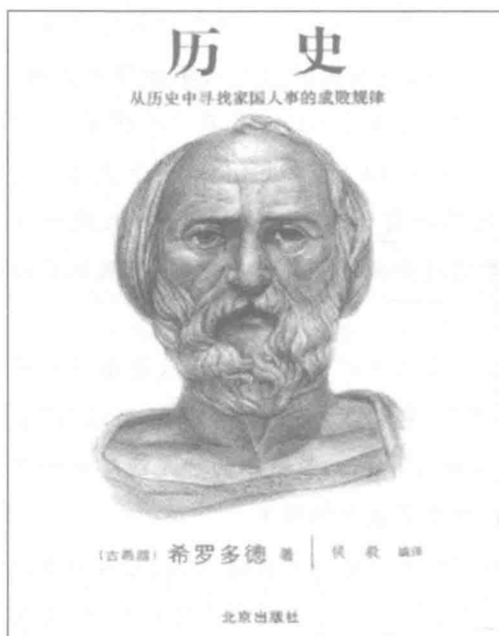
我不惜做大段文抄公，是因为觉得老曹的“街头智慧”绝不限于投资啊。

按照《福布斯》排行榜的标准，老曹绝非大富大贵，但他大智大慧，知足常乐，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

愈老愈满意。

早年我读金庸的《笑傲江湖》,被开头描述的两位武侠没法"金盆洗手"而惨遭杀害所震撼。今天看来,金盆洗手确实很难,却未必那么激烈,只要你在退出"江湖"后能满意而归就行。



《希罗多德历史》
(图片来源:百度图片)

2 500 年前,小亚细亚的吕底亚王国盛产黄金,末代皇帝克罗伊斯 35 岁即位,大肆扩张领土,不可一世。正巧希腊七贤之一的雅典梭伦完成法典的编纂后,周游列国,至吕底亚。克罗伊斯迫不及待地带梭伦去参观装满黄金的宝库,然后问梭伦在周游各地的途中是否曾经见过"最富有的人"?

梭伦提到了雅典的一位战争英雄、两位得奖的运动健将以及为他们奉献多多的母亲。克罗伊斯愣了一下,然后恼羞成怒:"你怎么把我们的财富看得那么不重要,甚至连跟一个普通人都不能相提并论啊?"

梭伦说是,"你问我有关人的事情,可是我很了解神好忌妒、爱捉弄人……所以,克罗伊斯殿下,我只能说,人纯粹是机遇的产物。"

克罗伊斯不以为然,吕底亚在十多年后与波斯帝国决战,被后者所灭。波斯的居鲁士大帝将克罗伊斯绑在木桩上用火烧,准备献给众神,忽然听到克罗伊斯连叫"梭伦"三声。居鲁士好生奇怪,向克罗伊斯问个究竟。居鲁士听毕梭伦的故事,将克罗伊斯放了。

这个故事在西方最早的史书《希罗多德历史》中就流传开来,后人考证克罗伊斯与梭伦的年谱对不上号,应该不是真有其事,然而不断有文人雅士提及它,原因是它有人性的"真"。古往今来,帝王将相,仁人志士,不都追求晚年"满意"吗?可又有多少人能善始善终,满意而归呢?

在这点上,我最欣赏老曹。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第三篇

宏观思考





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

产能过剩危机无法用金融手段拯救

2007年上半年的一天，我与一位知名的日本投机(资)家聊天，他准备与内地上市公司合作，投资房地产。我告诉他内地房市与股市的萧条即将来临，何必此时凑这个热闹。日本人笑道："对，泡沫会破掉，但更大的泡沫会来，根据当年日本的经验，政府会帮助这样做的。"今天看来，这位投机家极有可能是对的。

中国经济自2008年第四季度开始的下滑，大家现已公认是由产能过剩造成的，这其实与2000年科网股泡沫的性质有相似处，只不过程度不同。2009年6月下旬，当年炙手可热的北电网络被卖了20亿美元，而最高市值曾达2 500亿美元，10年过去了，这只热门股总算有了个不体面的交代。科网股泡沫为什么吹得这么厉害，就是因为大家相信网络的应用前景会让厂商供不应求。大家都不知未来科技究竟如何发展，但总相信未来，所以厂商获得的资金越来越多，产能越扩越大。

科网股泡沫崩溃后，美国政府与金管当局当然知道一时间要消弭产能危机没门，为了保住美国经济增长和人民的财富不缩水，只能在金融手段上动脑筋，于是拼命"放水"，让市场上充斥着金钱，在强大的"影子银行"配合下，2003年终于启动了房地产市场。但好景不长，2005年旧房房价就达到高点，而美国房市以旧房销售为主(占总销售的85%)，当年8月份旧房销售中间价为每套22.5万美元，比上年同期下降了1.7%，是美国房价11年来首次下跌。2006年美国房市每况愈下，当年标普500指数上涨近6%，美国最大的8家住宅开发商的股价却平均下跌了31%(《万科的榜样：美国帕尔迪公司》，慕凤丽著)。所以，尽管美国的信贷危机在2007年夏才正式爆发，美国人享受房产泡沫快感的时间只有两年多。

美国的信贷危机才是真正的金融危机。2006年，在构成标普500指数的500家上市公司的7 110亿美元的盈利收入中，仅金融一个行业就贡献了2 150亿美元，占总盈利收入的30%，如果包括通用电气这样的大型企业旗下的金融公司的收入，可能会达到35%或更高。据美国指数基金之父约翰·博格介绍，当年金融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

业对美国经济与股市的支配非同寻常,金融业单个行业的收入总额超过了美国高利润的能源和技术两大行业企业收入的总和,更是美国蓬勃发展的卫生保健和大工业两大行业企业总收入的3倍。

仅一年后的2007年,美国金融业的盈利收入猛然下降了一半,年终仅盈余1 230亿美元,不仅从标普500指数的500家上市公司6 000亿美元总收入的30%下降到17%,而且这500家上市公司年收入的90%的下跌也是由金融业造成的。至于2008年,金融业上演的是一场"屠杀剧",差不多要毁了。

所以,姑且不论美国次贷危机是否破坏了当地的信用基础,单单是金融业的崩溃,也让美国人吃不了兜着走。美国政府已不管大水是否会冲了龙王庙,夸张地释放出流动性,死马当活马医吧。

由此造成的美国人消费不足,导致了中国的巨大产能无法消化。我们合理的对策是在适度的宏观调控救助下,让产能慢慢消化和调整,即便转变内需结构,两三年的时间也是需要的。让人不解的是,我们发现所谓的宏观货币政策在具体的行为与数字方面不仅不适度,而且似乎比美国的政策有过之而无不及,这不是重蹈美国2003年用金融手段拯救产能过剩之覆辙吗?为了应对国际金融危机,却埋下了不久的将来国内金融泡沫和危机的种子。

有时真让人纳闷,中国政府的宏观调控目标此一时彼一时,工具性太强,理性不足,太过随意。2007年,动用一切行政手段打击股市和房市,现在却一味宽松和呵护,反反复复,让我们无所适从。

有几位北京的金融智囊以为中国今后几年不会出现恶性通胀,所以应持续"放水"。过分强调通缩还是通胀,无疑是转移视线,忽视发生信用危机的可能。

最后要说的是,历史证明,投机市场大泡沫是不容易出现的,但如果政府火上浇油,推波助澜,出现的概率会大大增加。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这是人性，但不是理性

一场金融危机，“明斯基拐点”和明斯基的“金融不稳定性假说”被欧美媒体广为提及，但这位1996年就已去世的非主流经济学家行文晦涩，不好理解。美国PIMCO执行董事保罗·麦克库雷（此公制造了“影子银行系统”这一新名词）在2009年5月写了一篇《影子银行系统和海曼·明斯基的经济旅程》，对美国次贷危机作了明斯基式的解说，但我读后，觉得这可能是中国金融系统将出现的图景，似乎有必要介绍一下。

明斯基理论的一大特点是根据收入—债务关系清晰地分为三种不同的类型，分别是对冲型、投机型和庞氏型融资单元。对冲型融资并非对冲基金的“对冲”，而是指债务人的现金流能覆盖利息和本金，这是最普通最常见的一种，我们贷款买房，每月对银行做的就是这些事。投机型融资是指债务人的现金流只能覆盖利息。而庞氏型融资单元则是债务人的现金流什么都覆盖不了，需要依靠上涨的资产价格来膨胀他们的债务。

投机型融资的具体表现就是新债还旧债，当负债到期的时候，债务人必须重新融资以偿还本金。这种融资方式的出现，是因为人们对资产价格的稳步上涨非常有信心，以至于他们觉得对冲单元很无聊，虽然他们与对冲的债务人的收入是一样的，贷款规模却大于后者。以美国炒房人为例，这种抵押贷款只付利息，贷款到期的时候，期末整付最初的本金。因此，这种类型的借款人在重新融资的时候至少在三个方面进行投机：利率没有上升，贷款条款和条件特别是首付要求没有收紧，以及房屋的价值没有下跌。

投机型债务人是在赌一种情况，那就是像他们这样的人或单位有无限多，集体推高了资产的价格。但仅靠投机型债务人，是不可能结束这个泡沫游戏的。

明斯基的最后一个单元庞氏型融资通终于出场，这类人认为既然资产价格无限上涨，连利息能否现时支付都不重要，只要到时把资产高价卖了，什么利息和本金都能偿还。美国贷款市场随之发明了一种工具，如果无法全额支付利息，银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

就把未支付的利息加到贷款人的本金上,在贷款到期的时候,期末整付的全额自然高于起初的本金数额。

提及庞氏,就会想到那个美国老骗子麦道夫,想到道德问题。但按麦克库雷的解说,它源于人类天生不是价值投资者,而是动量投资者,人类天然就不是买低卖高的,而是生来就是追涨的。大部分人天生既贪婪又狂妄,对自己的聪明过于自信,他们认为自己能在博傻游戏中胜出。没错,有时候博傻游戏也被称为庞氏骗局。

这是人性,但不是理性。

可惜历史还没能证明,大量出现庞氏型借款人后,算总账的日子不会到来。这一天就是明斯基时刻,期末整付到期该偿还了,保证金追缴电话响了,如果资产价格非但没有上涨反而下跌,投机型债务人命悬一线,而庞氏型借款人则彻底完蛋,他们只能通过折价抛售资产来救一时之需,但又卖不掉……下面的过程在美国市场上刚刚演绎过,不再细谈。

我们还是看看明斯基自己的精彩表述:

金融不稳定性假说的第一定理是经济体系具有可以带来稳定性的融资方式,也有可以产生不稳定性的融资方式。金融不稳定性假说的第二定理是在一个持久的繁荣期内,经济体系将从有助于稳定系统的金融关系转变为有利于不稳定系统的金融关系。

具体来说,在长期的好年景之中,资本主义经济体系通常会从一个由对冲型融资单元统治的金融结构变为由投机型和庞氏型融资单元主导的金融结构。而且,如果一个投机型融资单元具有相当规模的经济体正处于通货膨胀状态,并且政府当局试图通过货币紧缩消除通胀,那么投机型单元将变成庞氏型单元,之前庞氏型单元的财富净值将迅速蒸发,结果,具有现金流缺口的单元将被迫竭力通过出售头寸来站稳脚跟。这很可能会导致资产价格的崩溃。

人性天生就是顺周期的,这是明斯基理论的基本要义,也是不少有识之士理解的。但明斯基的厉害之处在于,他认为顺周期的倾向也适用于中央银行和政策制定者,"央行是金融市场醉汉的醒酒人"的说法不过是神话而已。关于这一点,麦克库雷也有一段精彩的表述,央行和政策制定者"尽管在稳定商品和服务通胀方面取得了很多成功,但是对资产价格通货膨胀和通货紧缩施以不对称的应对方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

案是一种危险的策略。是的，该策略可以暂时有效，不过恰恰是因为它可以暂时有效，才为它自己的灭亡埋下了种子。或者，像明斯基说的那样，稳定最终是不稳定的，因为稳定会引起资产价格膨胀以及信用过量。换言之，稳定永远无法成为目的地，而只能是一个通向不稳定的旅程”。

人们通过承担风险赚钱的时间越长，他们在承担风险方面就会变得越不谨慎，再也没有什么可以比牛市更能让承担杠杆的笨蛋变成天才了，这种“天才”恐怕不仅是指市场的投机者吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对牛弹琴

早在2005年4月，美国大名鼎鼎的投资家、GMO公司的杰瑞·格兰桑就提及六类牛市偏见（或者草率地看涨），我们可以把它们与国内的所谓的牛市言论做个比较，而且会觉得非常相似。

第一种类型是“道指36 000点”，是“纯粹由公关推动的胡扯”。1999年美国出版了《道指36 000点》，而道指36 000点意味着股价接近重置成本的5倍！每一座价值1亿美元的新工厂都将立即变为价值5亿美元，最终整个美国都将沉没。沪深股市中也有人喊到6 000点乃至10 000点，祝他们好运！

第二种类型是“杰瑞米·西格尔：价格无关紧要，7%的真实回报是神授的”。金融学教授西格尔有关长线投资的书在中国也很畅销，他的观点是股票的回报总是能打败债券，在扣除通货膨胀之后，每年能产生7%的回报率。格兰桑曾和西格尔争论过几次，把他的观点概括为“价格不重要——股票通过神授的权利永远都能赢”。其实，西格尔7%的真实股票回报率来自历史平均市盈率14倍。如果是20倍，股票的真实回报率恐怕只有5%。西格尔的博士生导师是大经济学家保罗·萨缪尔森，《福布斯》引用过这位年迈的老人对他的评价：“我有一个学生——博士生，在全国到处对人说只要你能在下滑中稳坐钓鱼台，100%投资于股票是确定无疑的事，这让我很恼火！”我们有许多金融学教授的水平比西格尔还差，却也在像模像样地散布各种市场偏见。

第三种类型是“对市场市盈率所做的草率的盈利调整或者没有调整来影响市场的整个估值”。我们经常可以看到这样的字眼“市场当前的价格是明年预测营业利润的15倍，这似乎并不是没有道理”。这种看似客观、冷静的说法，对高估的市场特别有鼓动作用，因为今年的高市盈率相对明年就不高了，这意味着市场还会向上。其实，它暗含了明年一定会增长，至少像以往那样增长。事实上，你不能拿下一年的市盈率和历史市盈率进行比较，历史市盈率以追溯盈利为基础，考虑到投行的乐观（以及自利）偏见，下一年的预测值平均比真实情况高估了11%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

格兰桑提醒我们："最重要的是，你不能拿经济繁荣时期的市盈率和衰退时期的市盈率进行对比，因为利润率的均值回归特性是如此强烈，应用于经济强劲时期的市盈率应该比正常水平低，反之亦然。"我们可以将2007年、2008年和2009年这三年动荡的市盈率做个比较，就能明白这个道理。但你仍会在我们的投行和基金分析师和经理那儿听到市盈率应该草率调整的说法。


格林斯潘
（图片来源：《烟台晚报》）

第四种是类型是"草率的增长预测"，它来自被广泛认同的乐观因素。差不多每年两次，格兰桑会和参加为期一周的研讨会的投资专业人士交谈，这些专业人士的估计值和历史情况相比总是非常高，他们的估计值扣除通货膨胀之后，平均在4%～5%这个范围内，而数据表明，实际上，每年的真实增长率只有1.8%。

第五种类型是"经济势头喜人，因此股市会很好"，这种说法最讨人喜欢，所以相信的人最多。但格兰桑认为也是错误的。格兰桑以高盛的女合伙人艾比·科恩和美联储前主席格林斯潘的观点为例："如果近来的生产力、利润率以及GNP增势非常强劲，那么将继续保持这种强劲的态势，因此市场将继续上涨。"不幸的是，从历史数据看，没有发现这种相关性。格兰桑列出了美国在1950～2003年的经济体系中最常用的三个重要因素，即利润率、GNP增长率和生产力增长率数据，它们当前和两年后的相关系数分别是－49%、－9.4%和－1.5%，也就是说，它们与两年后的走势都是负相关的。这三个当前因素与两年后的股市回报的相关性又如何呢？由于经济因素自身是负相关的，我们并不感到吃惊，它们与市场回报之间也是负相关的，即－4.1%、－5.2%和－10.3%。格林斯潘却以身试法，2000年1月他发表了著名的言论：

美国经济正在经历百年一遇的创新增长，这将推动生产力、产出、公司利润以及股价以几十年来从没有见过的速度向前发展。

驱散了公司"不确定迷雾"的互联网是尤为喜爱的宠物。

几周之后格林斯潘又说，"降低了资本成本。结果是在高科技设备支出上名

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

副其实的爆炸性增长……并且我看不到任何迹象表明这些机会将在近期逐渐消失……特别是在 B2B 领域”，也就是说，高位的股价将会继续上涨。在他讲完这些话的一周之内，纳斯达克冲上巅峰并从这个巅峰下跌了 70%，B2B 分支指数下跌了 95%，甚至就连标普 500 指数也下跌了 50%！这位美联储的老大似乎相信高股价和基本面之间有一个良性的循环，高股价可以帮助基本面，因而为更高的股价提供了合理的理由。

第六种类型是“美联储模型效应”，“没错，市盈率是很高，不过股市依然很便宜，因为利率是如此之低”。格兰桑对此的评论是：“这真的是不肯死去的吸血鬼理论。”诺贝尔经济学奖获得者莫迪利安尼多年前就已经点明要害：股票是真实资产，其价格应该等于真实的重置价值，并且盈利可以传递通货膨胀，因此不会受到通货膨胀的打击。

人们之所以将通货膨胀和市盈率相提并论，是因为从几个月的时间视野看，它们确实是同步的。但长远而言，这是一种幻觉，纵观历史上宏大的股市巅峰——1929 年、1965 年以及 2000 年——在这些点位上，中期回报都很低下，当时的通货膨胀和利率都很低。相反，产生杰出中期回报的市场谷底——比如 1982 年——的通货膨胀率和利率都很高（分别是 13%和 16%），中期回报的这种均值回归的特性可以通过以下研究结果来反映：自 1925 年以来，分别在通货膨胀率和利率最高以及最低的 10%的年份里购买股票，然后平均持有 5 年，结果是，高通胀率和高利率年份里买的股票，战胜低通胀率和低利率的幅度分别是每年 2.5%和 2.4%。非常不错。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

美国总统任期第三年的投机效应

8月14日哈佛大学肯尼迪政府管理学院的丹尼·罗德里克教授发表了一篇评论，认为格林斯潘和伯南克作为金融监管者的障碍在于他们对华尔街及其所作所为敬畏有加，他们想当然地以为，对华尔街有利，对整体经济也有利，并据此制定政策，但这个世界需要的是一位对金融市场及其社会价值出于本能地持怀疑态度的联储主席。

罗德里克又指出，任何一位新的联储主席都需要抵制“金融业向它自己和大家讲述”的四大谎言：第一，金融市场所设定的价格是配置资本和其他资源让它们获得最有效利用的恰当价格；第二，金融市场可以约束政府；第三，金融市场的扩张绝对是一件好事；第四，金融创新是生产率提高和经济增长的强大动力。关于第四个谎言，罗德里克引用20世纪80年代联储主席保罗·沃尔克的一句妙语：“自动提款机比任何金融工程债券所带来的好处更大一些。”

罗德里克的结论是：世界经济长期以来都是由一些金融狂热者所主导的，是时候让怀疑主义接手了。

这篇评论颇值得一读，但我也怀疑罗德里克理想的联储主席在今天还会不会有。

一方面是政治对联储主席的强大压力，这在格林斯潘的回忆录《我们的新世界》中流露得很充分；另一方面，随着联储对美国和世界经济的影响越来越大，联储主席的权力与威望也越来越大，他们很难不受浮士德式诱惑。我们回忆一下格林斯潘在任时的情形吧，他的权势如日中天，被人称之为“经济沙皇”，无数个镜头和眼睛盯着他的一举一动，乃至他的皮包的厚薄都成为财经界与媒体的谈资。我至今还记得内地某电视台财经频道的一位女主管激动不已地对台长炫耀：“你知道吧，格林斯潘要对几千个经济数据分析研究哩。”台长则眯缝眼听着，一脸傻样，不知是惊诧还是高深莫测。然而，格林斯潘一下台，命运就和戈尔巴乔夫同志一样备受冷落，尽管他们仍不知疲倦地在媒体和公共场合露脸。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

其实,格林斯潘是个聪明人,且不说他一下台就迅速出版了《我们的新世界》,为自己辩护,即便在2005年下半年,也就是他马上要离任的几个月前,突然改变了自己对资产价格泡沫的观点。2005年7月,他说,"长期的相对稳定经常会孕育不现实的预期——认为这种稳定是永久性的,这经常可能带来金融过量和经济困难";8月,他警告低风险溢价,"资产市值巨额增长的部分原因是投资者接受的风险补偿较低。历史表明在持久的低风险溢价期之后,市场情况通常都不友好";9月份,格林斯潘竟然用反金融泡沫斗士明斯基式的语气说,"讽刺之处是经济的稳定性制造了它自己的风险";10月份,格林斯潘下结论了,"在低风险溢价遭到延长之后无一例外地会发生出现资产价格的逆转"。

格林斯潘在2000年时说过一句名言:"提前辨认出泡沫要求做出判断,数以万计消息灵通的投资者都把这个判断完全做错了。"换句话说,我们没办法判断泡沫,也就不必事先理它了。这句名言流毒甚广,它明显是为金融管理当局的不负责任推脱,却至今还为某些人津津乐道。然而,在2005年年底,格林斯潘已承认市场不再"有效",而是一个行为主义丛林,"人性使然,泡沫通常都会自我给养,处于发展后期的繁荣经常得到潜在需求预测的支持"。

对格林斯潘杀这么个回马枪,长期与他作对的美国GMO公司的杰瑞米·格兰桑似乎有些"不好意思",说格林斯潘已与GMO的观点高度一致,可以撰写公司的季度报告了。

当然,格兰桑对格林斯潘的两面性看得很清楚,说:"我觉得后面的观点和他对市场的天然(诚实的)看法更加接近,因为肯定没有哪个人的观点可以发生这么大的变化,并且变得这么快。"

5年前,我们可能还对美联储的独立性将信将疑,今天我们则没人还有兴趣提及这个神话。但格兰桑等人早就观察到了美国总统任期的各个年度与投资市场回报的规律,以美国市值最大的前600只股票中波动性最高的150只股票组成的群体,可以获得精确的波动性数据从1964年至2004年下半年,在每届总统任期的第三年的真实回报是30%,而第一年和第二年的真实回



赫尔穆特·施密特
(图片来源:百度图片)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

报却是负的，分别是－2.3％和－6.5％，第四年比较“正常”，是6.4％。

西德总理赫尔穆特·施密特早就一语道破这个现象，那就是当代的政客没有责任感，都是围绕着自己的任期做文章。每届总统任期的第一年和第二年市场表现再好，等到第三年转坏，第四年的选举照样玩完。反之，任第一和第二年随波逐流，到第三年出各种利好政策，尤其是表面独立的央行暗中帮助现任总统，市场低开高走，得人心啊。

不过，政治的人为设局与股市的做庄一样，总会有一个尽头。我们已经知道，2007年是美国历届总统任期第三年中最糟糕的一年，标普指数的真实收益率竟然是下跌的。

那么，那个总统第三年任期投资效应还在吗？在！2009年7月GMO的第二季度报告中，格兰桑恍然大悟：“原来最近几个季度极端的经济刺激和道德风险和总统任期中刺激性的第三年非常相似。的确，总统任期的第一年一般情况下是限制性的，可如今似乎却产生了一个巨大的总统任期第三年效应。”

20年多来，几乎全世界的央行都在奉行“格林斯潘策略”。格林斯潘不愿意逆资产泡沫而动，却明确宣布愿意消除由泡沫破裂引起的经济下滑，他的这一做法导致了风险的不对称性——正面你赢，反面可能会赔一点点，不过我将竭力挽救你。而在这次全球央行的所谓大拯救中，又把这个策略推到了极致，不仅救“赌徒”于水火之中，而且按“末日博士”麦嘉华的话说，“这基本上是在强迫我们投机”。

最后要说的是，格兰桑1970～2007年间一直在利用总统任期报酬规律投资，命中28次，失败10次。其中的玄机是10次失败中有5次发生在同一个人的8年任期内，这个人拒绝参与这场政治游戏，他就是伟大的保罗·沃尔克。我们还有这样的运气吗？不会吧，因为例外恰恰证明了规律的存在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

泡沫与不泡沫的政策细节

最近重读英国历史学家兼投资人爱德华·钱思乐在1998年写的名著《贪婪时代》，联系中国的情形，颇有感慨。比如，钱思乐提及20世纪80年代下半期，向来以“日本制造”自傲的日本企业大规模介入金融市场，随着股市大涨，企业的金融操作获利也直线上升。金融体系由此出现一种危险的循环，企业参与金融操作创造的获利导致股价上涨，进一步增加金融操作的获利。

到80年代结束，大部分在东京证券交易所上市的企业都参与了金融操作。具有国际知名度的大型企业，如丰田和日产汽车公司以及松下和夏普等消费性电子产品公司，都是金融操作的超级大户，他们申报的企业盈余半数以上来自金融操作。到1985年3月底为止的一年内，证金账户的企业获利总金额为2 400亿日元(20亿美元)，两年后更增长到9 520亿日元(70亿美元)。

钱思乐进一步指出：“很少有人注意到，这段时间企业内收入其实是逐渐下降的。”

这可打破了我过去的迷思，因为我一直以为日本的实业经济是被股市与房市的泡沫崩溃拖垮的，现在看来问题没那么简单。

在金融泡沫狂潮中，要让企业忽略金融与实业利润的不对称性，不大肆投机看来是不可能的。当年有的企业的投机活动甚至成为本身的主业，一家名为汉华(Hanwa)的钢铁公司被喻为“东方守护神”，80年代末期筹到4兆日元(300亿美元)以上的资金供其金融操作，获利超过本业盈余的20倍。

那么，当时日本企业筹措的新资金全部都投入到投机活动中去了吗?

没有，有相当部分的资金也投入到“全球历史最大的产能投资风潮”中。80年代下半期，日本的资金投资额达到3.5万亿美元，相当于日本2/3的国内生产总额。当时日元走强，导致经济增长率减缓及资本回报率下降，这股爆炸性的资本投资潮有助于日本经济度过这段困境。

钱思乐下面的一段分析更值得我们注意：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

部分人士指出，大藏省故意让日本陷入泡沫经济，才能顺势在关键时刻提供廉价资本给日本产业界。经济泡沫期间的资本支出造成一个假象，在经济奇迹已经"老态龙钟"之后，外界仍然误以为它还是一条活龙，将庞大的资源不当地分配到不具生产力的投资上。大藏省的官员本想把投机当成政策工具，结果却打开了"潘多拉盒子"。

这与今天的中国何其相似乃尔。

写到这里，我想请教一些经济学者尤其是所谓的投行经济学家，他们不断在鼓吹中国应该或不得不走日本泡沫之路的一个主要理由是，当时中国与泡沫崩溃时的日本的人均收入有 10 倍(是算术，不是几何)的差距，即使到时中国泡沫崩溃了，国家和人民也很富裕啦。

我的问题是，为什么中国就一定如日本那么"幸运"？历史上更多的国家是由于集体疯狂而未富先衰的啊，也就是说，由于错误的政策，把国家给搞垮了。我这儿随手举一个例子吧。1945 年，世界上第三大的证券市场在哪儿？

埃及开罗。

我建议泡沫论者去那儿看看。2004 年春节，我因天气的关系滞留在开罗近一个星期，于是我从一个走马观花的游者，变成了在城市深处探秘的记者，遭遇了匪夷所思之事。我发现开罗仍处于 30 年前上海的水平。

我更想请教"泡沫论者"，为什么我们非要走日本泡沫之路，却不走德国的理性发展之路？当时，日本和德国不是并驾齐驱的吗？我读到一位台湾地区作者写的书，她在德国大学当研究员，有一份不算微薄的薪水，想贷款置业，却不被银行通过，因为她得证明在贷款的 10 年、15 年或 20 年期间持续有固定收入——就是得有持久的工作合约才行，最后还是她不在学院工作的老公搞定了这事。这在中国有可能吗？

那会不会让人无家可归？不，德国的法律保障房客的权益，房东不能随意调整房租，不准逼房客走人，所以德国人也就愿意成为租户了。

真的，不要小看这么一条有利于租户的法律，它可比用物业税来惩罚所谓的房产投机者强得多。在中国，面对快速上涨的房价，房东完全有理由损失一个月的租费，撕毁合同，赶走房客，把房子卖掉。租户朝不保夕，还不赶快买房？如果有像德国那般的政策，许多人未必愿意买房。

泡沫与不泡沫，往往体现在国家政策的细节中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

地球人都成了超级唯心主义者

2009 年的一天我与朋友说我最大的感受是地球人(主要是经济学家、政客、投资人)大多认为最迟到 2010 年通胀一定会来,包括谢国忠先生也认为 2010 年通胀肯定会来,政府因此会加息或调控,打压资本市场。通胀还有一种特例是滞胀,即经济停滞,通胀不止(全球 20 世纪 70 年代的情形),但从股市到石油到金属原料等大宗商品的全球走势看,大家已基本排除了滞胀的可能性,而是冲着经济起飞型的通胀去了。

朋友提醒我:"你见到哪一次几乎所有的经济学家都预测成功的案例吗?"

1998 年,《上海证券报》做过一个"股评家指数"——邀请全国最著名的股评家匿名发表对下周市场的看法,然后做出统计。不幸的是,这是一个反向指标,也就是说,股市走势与大多数股评家的看法每每相反。经济学家当然比股评家高级,但同样不幸的是,作为群体,他们也是宏观经济的反向指标。区别在于,由于经济大势不会像股市那么敏感和波动,经济学家一般照着趋势说,准确性还可以。一旦出现近 18 个月来的经济大起大落,经济学家和股评家就没有什么两样了,而且他们自己也成为股市波动的原因之一,君不见,一会儿一个指标低于预期,股指大跌;一会儿另一个指标高于预期,股指大涨。所谓预期,不就是调查这批经济学家和商业人士的看法嘛。2009 年 5 月 29 日的《华尔街日报》报道,印度经济第一季度增长 5.8%,好于预期。这个预期是从哪来的?是道琼斯通讯社对 11 位经济学家预测调查的中值(5.0%)。抽样太少了吧,我那时股评家指数的"成分"至少是 30 人啊。

顺便一提,我许多年前挺佩服海外分析师对某某公司的业绩预期,因为一般很准啊。后来读的东西多了,才知道他们往往是受到公司领导"指引"的。想想,一家大公司的经营与市场状况多么复杂,分析师就靠计算机与一些表格,就能得出八九不离十的业绩数据?再想想,一个国家,又是由多少家公司组成的?你说人们的预期会有谱吗?有人会说,预期也就意味着人们的想法已反映到目前的市场上。可你真认为 11 位经济学家就能代表投资印度市场乃至亚洲市场的人士?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

问题就在这儿，几乎所有的人都在预期经济会全面复苏，不是在 2009 年年底就是在 2010 年年初，所以信心十分膨胀，他们忽视了几乎所有不利的数据，用放大镜采集有利的信息。以 2009 年 5 月 26 日那天的美国股市为例吧，开始的时候明明是代表美国房地产价格的席勒指数很难看，股指微跌，然后突然暴涨，原来是新出炉的消费者信心指数大大超出预期。这个指数如此管用？朋友有心地查了它的历史预测动能，发现 2008 年 8 月它也在高位。哈哈，那是什么时候？美国的雷曼公司快要破产啦，股市将崩盘了。没有人指出这一点。

我还观察到一个现象，几乎所有代表客观（物质）数量的数据都不好，最多只能说超出预期（预期是什么？我们已经介绍过代表反向指标的股评家指数），而几乎所有代表未来信心的数据都不错，它们之间呈现出极为紧张的关系，或者说像一道鸿沟将人的主观意识与客观环境隔离开来。

我看所谓的信心指数与股市等投机市场的关系只是狗咬自己的尾巴而已。先是预期未来 6 个月或 9 个月经济好转，股市大涨，人们觉得股市好了，也就表明大家有信心了，于是更有信心了。这个结果一公布，股市马上做出反应，这不是说明我们的预测是对的吗？于是，再大涨。大涨后，人们的信心指数更好，直至有一天……

何以地球人都成了超级唯心主义者，我的朋友认为，这是因为各国政府和人民都不愿意承认刚过去的荣景已离我们远去，至少在几年之内不可能出现了。他们不愿意接受这种黑暗的可能性，只得大家一起高喊信心，希望用信心来驱魔，用对未来的乐观情绪来改变基本现实（注意，不是改变一小部分现实）。他们期待着。2009 年第一季度的经济数据确实出现了美联储主席伯南克所说的“绿芽”，全球展开了大反弹，到 4 月和 5 月，经济数据并不好看，这没关系，下面会更好，指数继续折腾向上。他们不相信大摩亚洲主席斯蒂芬·罗奇的预见——“绿芽”将被夏季的热浪熏黄，他们相信夏季（6 月、7 月和 8 月）的数据会变好，所以股指和其他投资领域还会继续折腾。但到了 9 月和 10 月，如果数据仍不见好转，预示来年未必乐观，这时也许是价值投资者等待的拐点来临了。

总之，像通货膨胀和经济复苏之类的复杂的宏观经济现象，几乎所有的人都预见到了，这是少见的事。人们总认为票子发多了，会出现通胀，但如果票子的周转速度下降，票子（货币）周转总量未必会猛烈上升，即便通胀一定会来，是一年、两年还是三年？谁也无法预见。日本已经等了十多年，但就是不来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

何日君再来

最近，有位好友给我发来了两篇文章，它们分别代表着对未来世界经济的两种看法，很具有典型性，针锋相对的焦点是以美国为代表的世界经济能不能很快再回到以往的好日子中去？所谓的好日子是指在2007年达到高点的经济景气。

一篇是《商业周刊》专栏作家詹姆斯·库柏在2009年10月12日发表的文章，篇名是《复苏：共识与历史谁对谁错》，中心思想是“严重衰退之后必有强劲反弹”的历史规律，会在本次危机中再次上演。

库柏引用了历史数据，即真实GDP在以往9次衰退之后，不管衰退的严重程度如何，恢复到下跌前峰值所需要的时间不多于3个季度。如果在未来3个季度里，GDP能够演绎一出完整的复苏，经济增长的年率将会达到5.4%。即使将恢复的时间拉长至4个季度，增长率也将达到4.1%。

在过去的9次商业周期中，这种衰退的深度和复苏的强度之间的相关性，与产能、工资以及存货等方面的削减幅度有关，同时也反映出当消费者和企业延迟消费时，受到压抑的需求总量。“经济就如同橡皮筋，其反弹的幅度等比例于其拉伸的距离，消费者最终会更换其旧款笔记本，添置新衣服，企业也会重新补充库存，以及替换破旧的设备。”

由于财富损失和信贷紧缩，家庭需要削减债务和增加储蓄，因此信贷增长正在大幅下降，限制了企业部门的作为，目前这种金融危机的余震不会压制所谓的反弹效应吗？

库柏要我们不必忧虑，还是根据历史经验：信贷规模数据用于预测复苏的力度，并不是特别有效。因为在20世纪70年代和80年代的两次强劲上扬中，消费者的支出加速要早于消费信贷的增长。这两次反弹的背景是经济严重滑坡的1973～1975年，以及1981～1982年，在之后复苏的第一年里，真实的GDP增长率分别为6.2%和7.7%。

也就是说，在复苏的早期，就支出而言，家庭收入的增长其重要性要大于信贷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的增长。在 2009 年第二季度，美国人的储蓄总额已经达到了税后收入的 5%，可供他们削减债务和储备养老金之用，另外，在第二季度中由本次危机所造成的 14 万亿净值损失，已有 2 万亿得到了恢复；而在第三季度中，由于股价和房价的大涨，又收获了另外的 2 万亿。

库柏自称是乐观主义者。其实，这无非是超级大牛市的心态——市场总是向上的，暴跌完后还会继续上涨，所以每次下跌就是大举买入的机会。而且，超级大牛市心态的人是大多数。在这次金融危机中受到重创的著名的价值投资基金经理比尔·米勒也在大唱这种“死多”的调子。

当然，在鼓吹世界经济进入“新常态”的 PIMCO 公司的格罗斯的眼里，上述的见解只不过是“牛市的孩子”的老调重弹而已。他的同事穆罕默德·埃尔埃里安在 2009 年 9 月 28 日就发表了一篇题为《旧思维的回归威胁着复苏》的文章，认为代表着这种不正确的回归思想的迹象正日渐增多。例如，将临时的因素混淆成了可持续的要素，越来越多的分析师已经将本次刺激加库存的反弹扩展成了可延续至 2010 年甚至更久的 V 形反转。尽管有清楚的证据表明，许多金融活动已经超越了规则的范围，但是对金融系统实行实质性改革的热情正在熄灭，某些银行身上那些险些将它们置于死地的坏习惯正在死灰复燃。

埃尔埃里安重点谈到英国央行行长默文·金在 2009 年 8 月份的忠告。这位行长直率地指出：“关键是总量，笨蛋，增速不是关键，只有总量才是决定性的。”

如果我们认为主要经济体的未来将取决于几个核心变量的总额，而不是它们恢复的变化率上，我们很快可以看出现实与期望值之间的鸿沟。

请思考如下四个变量：第一，首先是消费者的债务量，相对于收入预期以及可用的信贷，它们依然是太高了，美国和英国的情况尤其如此；第二，一些银行的资产负债表依然牢牢地牵扯着监管者或公司领导者的神经；第三，失业人数的增加远超预期，并且持续时间可能高于常态值，即使将美国失业率的常态值向上修正回到常态值，也需要耗费几年的光阴；第四，公共债务的急剧攀升不由得不使人们对未来债务的动态忧心忡忡，它将抑制未来刺激政策的实际效果以及退出策略的顺利执行。

上述这些思考的结果突出了市场估值与公司和经济的现实层面之间的矛盾。今天市场的定价，特别是工业化国家的股票和公司债券早已折现了对来年预期的繁荣增长率。市场认定公司盈利的成长将依靠销售增长而不是削减成本，然而后者才是过去 6 个月里盈利增长的推手。因此，当前的定价是建立在很可能将被证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

明为虚幻的高增长的假设之上的。

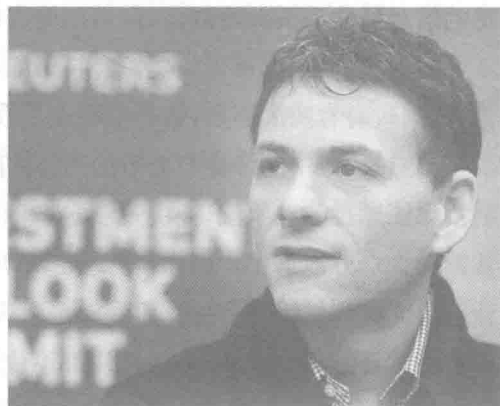
应该承认，埃尔埃里安考虑的四个要素也是"老生常谈"，但他的观点的价值在于提醒我们注意的不是变化率，有关收入、债务、财富以及失业的绝对总量才是关注的重点。

跌得很深，然后出现大幅度的反弹，这确实是以往常见、今天又出现的事，但能否从一个低层次繁荣回到整体的高层次繁荣，更是个总量的概念。这在中国可能并不是很明显，但对2008年受到经济危机重创的美欧经济而言确实是个值得考虑的分析框架，由于美国GDP总量在世界经济中的比例仍是大头，如果它今后旧疾复发，又会反过来影响强调增长的中国经济吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价值投资者的宏观思考

价值投资者向来认为，与其琢磨不定于宏观经济，还不如把心思用在行业与公司的具体分析上。即便 2008 年全球经济危机证明了覆巢之下安有完卵的道理，大部分相信价值投资的人仍拒绝接受宏观经济研究对投资股票的必要性。比如，我自 2008 年以来，在专栏写的宏观思考颇多，引来了不少人的强烈不满，认为我背离了价值投资的宗旨。



大卫·爱因霍恩
（图片来源：http://www.wangdaigw.com）

2009 年 10 月 19 日，大卫·爱因霍恩在价值投资大会上对此做了反思，颇值得价值投资者好好一读。爱因霍恩是对冲基金“绿光资本”的总裁和创始人，该公司是多空结合、价值导向型对冲基金。1996 年，“绿光资本”初创时仅管理 100 万美元的资产，此后 12 年，它为其投资者创造了年均超过 25%的净收益率。从 2007 年夏天开始，爱因霍恩凭借敏锐的感觉，逐渐将基金的资产用来放空金融公司的股票，最终名利双收，他最著名的两起放空操作是联合资本和雷曼。他的《一路骗到底》写他如何做空有美国证监会前官员背景的联合资本，又是如何和这些官商斗争的，已有中译本。爱因霍恩首先回顾了他在 2005 年 5 月的一次投资研究会议上推荐了一只住宅建筑商 MDC 控股公司股票，当时该公司的股价是 67 美元，两个月后 MDC 的股价涨到 89 美元，再后来 MDC 和整个美国住宅建筑行业一起崩溃。

爱因霍恩推荐的理由是：MDC 的风险比行业中其他公司低，因此在下降周期中应该比其他公司更能挺得住，因为它的杠杆程度较低，持有的土地较少。

曾是索罗斯手下最杰出的干将斯坦利·德鲁肯米勒却当场指出美国住房面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

临严重的泡沫,它由是债务泡沫推动的。

爱因霍恩当时寻思,即便德鲁肯米勒的分析是对的,但有可能把这种全局性的宏观思维转化为成功的投资组合管理吗?因为以往的事实证明,几乎不可能在投资实践上做到正确地把握宏观大局变化的时机,至少从 2001 年以来,聪明的投资者就一直在抱怨住房泡沫。爱因霍恩忽略了德鲁肯米勒的看法,理由是即使他是对的,也无法知道具体的时机。

现在看来,这是一个代价高昂的错误。爱因霍恩从这个错误中吸取的教训是:对大局持不可知论的态度是不合理的。"多年以来,我一直坚信我用不着对市场大势或者经济体系持有什么看法,因为我把自己看作是一个'由下而上型'的投资者。"其实,放眼大局并不意味着抛弃选股,但它确实意味着更加积极地管理仓位的多空比率、担忧某些行业可能正在孕育的一些状况,并在适当的时候为可预见的宏观风险购买保险以防万一,即使这些风险爆发的时机难以把握。

接着,爱因霍恩对当前美国经济政策,主要是政府的行为进行了批判。他认为,美国政府有两大弱点:第一个弱点是政府官员更偏好具有短期影响的政策;第二个弱点是"集中的好处与分散的伤害之间的权衡",也称为特殊利益问题。特殊利益集团通过各种手段,让决策制定者照顾这些小团体,但相关的成本和后果却被社会大众分散承担。例如,雷曼兄弟的倒塌,让华尔街总结出以后千万不能再让金融大机构倒闭的结论。而爱因霍恩认为这是极端错误的,正确的方法是进行一个测试:任何一个单一金融机构都不应该具有如此高的重要性,以至于一旦面临它的倒闭,政府就要被迫进行干预,真正的解决方案是分解任何一个无法通过这个测试的金融机构。

雷曼带给我们的教训不应该是政府防止它破产,而是雷曼的规模不应该扩张到这么大,以至于它危害了整个金融系统的安全。同样的道理也适用于 AIG、房利美、房地美、贝尔斯登、花旗集团以及其他几个机构。

25 年前,美国政府拆解了 AT&T,它的分解启动了那个行业几十年难以置信的发展。现在对于金融部门,政府可以再次这么做,照样能取得非常积极的社会效益。

全球政经界的头头脑脑们又在告诉我们最重要的事情是不要太早撤除财政和货币的刺激政策。例如美国总统的高级顾问克里斯迪娜·罗莫说,1937 年因为撤销刺激计划导致了 1938 年的二次探底,犯了大错。爱因霍恩认为有必要回顾一下历史:1934 年美国 GDP 增长了 17%,1935 年再度增长 11.1%,1936 年增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

长率依然强劲，是 14.3%，此外，这 3 年的失业率急降了 30%。

爱因霍恩问道：如果我们也经历了类似 3 年有力的经济发展，那么，决定撤销经济刺激还会被认为是“不成熟”的吗？

经济体系在 1938 年二次探底带给我们的另一个教训是由大规模经济刺激创造的 GDP 是虚假的，因此，不论经济刺激最终什么时候撤销，经济都将出现严重下滑。我们的选择可能是，要么维持庞大的年度赤字，直至债权人拒绝为赤字提供资金，要么执行有分寸的财政纪律，容忍我们的经济再次下行。

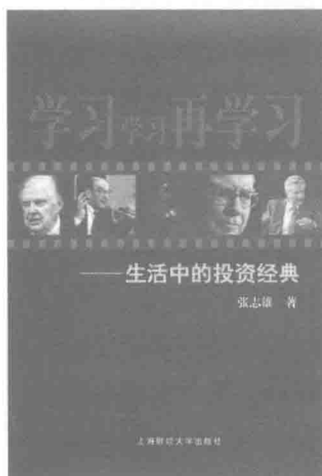
爱因霍恩认为，在今后 10 年，福利国家将逐步面临严峻的人口老龄化问题。婴儿潮从出生之日起就一直驱动着美国经济，美国在 1980 年和 2000 年之间经历的经济繁荣不是巧合，而是婴儿潮在这一时期达到了产出的巅峰。婴儿潮现在开始要退休了，向他们承诺的社保和医保支出却是天文数字。在这点上，日本似乎更加脆弱，因为它负债更深，且它的人口老化问题要比美国早出现 10 年。当一个国家不论花费多长时间都不能降低负债相对于 GDP 的比率的时候，这意味着它只能再融资，但永远无法偿还它的债务。日本的负债与 GDP 的比率是 190%，平均再融资成本低于 2%，即便受益于廉价融资，日本今年的财政赤字预计仍将达到 GDP 的 10%。在某个点上，就像那些受低廉的利率抵押贷款引诱的美国房屋所有人受到的教训那样，当市场拒绝以低廉的利率提供再融资的时候，问题很快就出现了，设想如果市场将日本的借款利率重新设定为 5%，会对财政造成什么影响。

过去几年来，日本的存款人一直愿意为他们的政府负债融资，随着日本人口老龄化的进程，国内的存款人很可能将这些存款用于退休生活的开销。假如市场将日本的信用风险重新定价，很难想象日本将如何避免政府违约或者货币恶性通货膨胀的死亡螺旋。

爱因霍恩由此得出的推论令人失望，像日元这样任何一个主要货币的崩溃，都会重新评估其他货币的信用风险，产生多米诺效应，这些被波及的货币往往流通在那些具有结构性赤字并且由人口老龄化引起的庞大资金缺口的国家中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

张志雄作品精选集













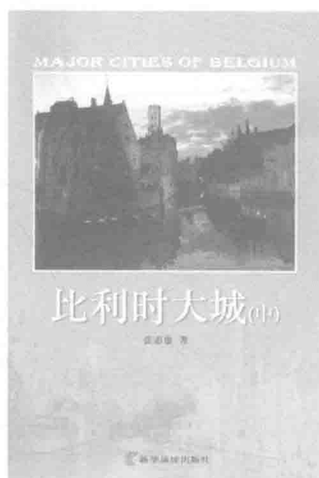


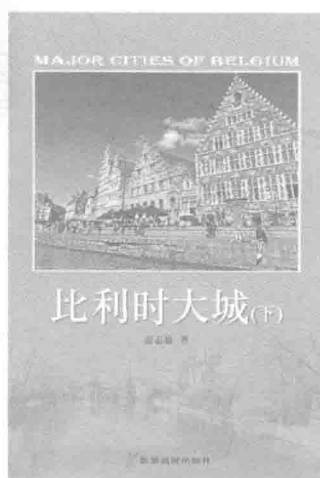




全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

张志雄作品精选集

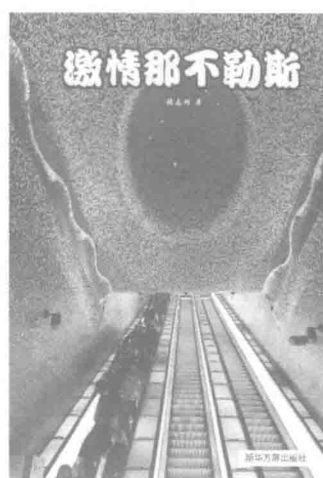


















全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net